

UNIVERSITÉ DE SHERBROOKE

École de Gestion

**L'impact des facteurs ESG et des régimes légaux sur les  
transactions de fusion et acquisition**

Par

Nicholas Chauvette

Mémoire présenté à

Frank Coggins et Yirlier Hyacinthe Somé

En vue de l'obtention du grade de

Maîtrise en finance – Maîtrise ès sciences (M.Sc.)

Décembre 2019



## Remerciements

Ce mémoire est le fruit d'un travail de recherche de près de 4 ans. Je tiens sincèrement à remercier les Professeurs Frank Coggins et Hyacinthe Y. Somé, mes directeurs de recherche qui m'ont diligemment accompagné à chacune des étapes et m'ont offert patiemment leurs précieux conseils. Leur vision a alimenté ma curiosité et m'a motivé à me dépasser tout au long des dernières années.

Je tiens également à remercier mes parents, Sylvie et Gaëtan. Sans vos encouragements, votre dévouement et votre soutien, je n'aurai su mener ce projet à bien.

## Table des matières

<b>1. Introduction .....</b>	<b>6</b>
<b>2. Des fusions et acquisitions.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1. Des motivations théoriques derrière les fusions et acquisitions .....</b>	<b>8</b>
<b>2.1.1. Information Vs. Synergie.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1.1.1. De la théorie de l'information.....</b>	<b>8</b>
<b>2.1.1.2. De la théorie des synergies .....</b>	<b>9</b>
<b>2.1.1.3. De la distinction entre l'information et les synergies .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1.2. L'hypothèse de l'orgueil.....</b>	<b>11</b>
<b>2.1.3. L'opportunisme managérial .....</b>	<b>13</b>
<b>2.1.3.1. De la construction d'empires (« empire building ») .....</b>	<b>14</b>
<b>2.1.3.2. Des bénéfices directs que tirent les dirigeants.....</b>	<b>15</b>
<b>2.1.4. De la coexistence des motifs .....</b>	<b>15</b>
<b>2.2. Observations sur le marché des fusions et acquisitions .....</b>	<b>17</b>
<b>2.2.1. Offre publique d'achat vs fusion.....</b>	<b>17</b>
<b>2.2.2. Performances pré-acquisition et amélioration de la gestion.....</b>	<b>18</b>
<b>2.2.3. Le choix des actionnaires de la cible .....</b>	<b>18</b>
<b>2.2.4. L'environnement légal des fusions et acquisitions.....</b>	<b>19</b>
<b>2.2.5. L'opposition des dirigeants de la cible.....</b>	<b>20</b>
<b>3. Facteurs ESG .....</b>	<b>22</b>
<b>3.1. De la Gouvernance .....</b>	<b>22</b>
<b>3.1.1. De la théorie de l'agence .....</b>	<b>22</b>
<b>3.1.2. De la théorie de la réputation .....</b>	<b>24</b>
<b>3.1.3. Des mécanismes de gouvernance selon la théorie de l'agence .....</b>	<b>25</b>
<b>3.1.3.1. De la protection des investisseurs.....</b>	<b>25</b>
<b>3.1.3.2. Du conseil d'administration.....</b>	<b>26</b>
<b>3.1.3.3. De la concentration de l'actionnariat.....</b>	<b>27</b>
<b>3.1.3.4. Des prises de contrôle et leur impact sur les coûts d'agence .....</b>	<b>28</b>
<b>3.1.4. De l'efficacité de certaines normes de gouvernance interne à l'entreprise ....</b>	<b>29</b>
<b>3.1.4.1. De la rémunération.....</b>	<b>29</b>
<b>3.1.4.2. Du conseil d'administration.....</b>	<b>30</b>
<b>3.1.4.3. Des clauses contractuelles de protection des investisseurs.....</b>	<b>30</b>

3.1.4.4.	Du cadre légal de la gouvernance.....	32
3.1.4.5.	Du lien entre les normes privées et nationales .....	33
3.1.4.6.	Des meilleures normes de gouvernance nationales.....	34
3.1.5.	De la transférabilité des normes de gouvernance .....	36
3.2.	Des facteurs Sociaux et Environnementaux .....	38
3.2.1.	De la théorie des parties prenantes .....	38
3.2.1.1.	De la définition d'une partie prenante.....	39
3.2.1.2.	Du rôle des dirigeants.....	41
3.2.1.3.	De la théorie des parties prenantes et la création de valeur .....	42
3.2.1.4.	Des critiques à l'encontre de la théorie des parties prenantes.....	45
3.2.1.4.1.	Critiques quant à la création de valeur .....	45
3.2.1.4.	2. Parties prenantes et coûts d'agence .....	47
3.2.2.	De l'impact économique de la responsabilité corporative .....	48
3.2.2.1.	L'investissement socialement responsable .....	49
3.2.2.2.	De l'impact de la responsabilité sociale sur les fusions et acquisitions .....	52
4.	Contributions à la littérature en fusion et acquisition .....	53
5.	Questionnements et hypothèses.....	54
5.1.	Hypothèse 1 : La cote ESG et la complétion des transactions.....	54
5.2.	Hypothèse 2 : L'effet-valeur de la cote ESG .....	55
5.3.	Hypothèse 3 : L'influence des politiques ESG nationales.....	58
6.	Cadre théorique.....	61
6.1.	Modèles logit et probit.....	61
6.2.	Rendements anormaux et régression .....	63
7.	Méthodologie.....	65
7.1.	Variables et données utilisées .....	65
7.2.	Variables de contrôle.....	67
7.3.	Discussion sur les données .....	68
7.4.	Construction des modèles .....	71
7.4.1.	Modèle pour l'hypothèse 1.....	71
7.4.2.	Modèle pour l'hypothèse 2.....	72
7.4.3.	Modèle pour l'hypothèse 3.....	74
8.	Résultats empiriques .....	76
8.1.	Hypothèse 1 .....	76

8.1.1.	Présentation des résultats de l'hypothèse 1 .....	76
8.1.2.	Analyse des résultats de l'hypothèse 1 .....	80
8.2.	Hypothèse 2 .....	81
8.2.1.	Hypothèse 2.1. ....	81
8.2.1.1.	Présentation des résultats de l'hypothèse 2.1 .....	81
8.2.1.2.	Analyse des résultats de l'hypothèse 2.1. ....	84
8.2.2.	Hypothèse 2.2 .....	86
8.2.2.1.	Présentation des résultats de l'hypothèse 2.2. ....	86
8.2.2.2.	Analyse des résultats de l'hypothèse 2.2. ....	89
8.2.3.	Hypothèse 2.3 .....	93
8.2.3.1.	Présentation des résultats de l'hypothèse 2.3. ....	93
8.2.3.2.	Analyse des résultats de l'hypothèse 2.3. ....	95
8.3.	Hypothèse 3 .....	97
8.3.1.	Présentation des résultats de l'hypothèse 3 .....	97
8.3.2.	Analyse des résultats de l'hypothèse 3 .....	100
9.	Conclusion .....	102
Annexe 1 – Description des données ESG d'Asset 4.....		104
Annexe 2 – Description des données ESG nationales de Bloomberg .....		122
BIBLIOGRAPHIE .....		124

## 1. Introduction

La consolidation corporative, soit les transactions de fusion et acquisition, est un mécanisme de croissance inorganique utilisé par les entreprises partout à travers le monde. Selon la banque d'investissement J.P. Morgan (2019), la valeur totale des transactions à l'échelle globale a atteint 4,1 billions de dollars américains, en 2018. La popularité de ce type de transaction ne se dément pas parce que selon un sondage mené par le cabinet Deloitte en 2018 auprès de 1000 chefs de grandes entreprises, 79% des répondants s'attendaient à ce que le nombre de transaction augmente en 2019. Ceci indique que le marché de la vente d'entreprise continuera de croître pour le futur prévisible.

Régulièrement, les journaux et autres médias font mention à la une d'une transaction entre des firmes leaders de l'industrie qui s'allient, ces transactions sont fréquemment évaluées à plusieurs milliards de dollars. Au-delà de la cohue médiatique entourant les transactions d'envergure, beaucoup a été écrit du côté académique afin de décortiquer le phénomène des consolidations corporatives.

En effet, la littérature académique a tenté d'expliquer la popularité des transactions de fusion et acquisition par l'étude de la création de valeur qui en découle, des motifs à leur réalisation et des impacts économiques et sociaux. Cependant peu de littérature a considéré les aspects Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (« ESG ») associés à la consolidation corporative.

L'étude qui suit s'intéressera aux impacts de la performance ESG des firmes prenant part à une transaction de fusion et acquisition. Plus particulièrement, il s'agira de distinguer quel effet la performance ESG des firmes a sur la probabilité de complétion de la transaction et sur le rendement aux actionnaires lors de l'annonce. En outre, l'échantillon de données utilisé étant international, nous examinerons aussi la performance financière de la transaction selon le niveau ESG des pays de domiciliation des firmes prenant part à la transaction.

Dans un premier temps nous passerons en revue la littérature académique pertinente quant à la consolidation corporative, puis celle en lien avec les politiques ESG des firmes et leurs impacts. Ensuite, le raisonnement et l'élaboration des hypothèses lié à l'effet des composantes ESG sur les transactions et, enfin l'analyse des résultats des tests statistiques.

## 2. Des fusions et acquisitions

Les fusions sont des transactions par lesquelles deux firmes combinent légalement leurs opérations, résultant en une seule entreprise. Les acquisitions sont des transactions par lesquelles une firme acquéreuse prend le contrôle des opérations d'une autre firme, la cible. Souvent, la fusion est précédée d'une acquisition. Ces transactions, comme nous le verrons plus loin, sont réalisées dans le but d'atteindre des objectifs variés. Soit, s'implanter sur un marché encore inexploré, acquérir un savoir-faire, réaliser des économies d'échelle ou simplement pour le gain personnel de certains dirigeants.

Ces opérations de prise de contrôle passent par une transaction soit dite de fusion ou d'une acquisition. À l'occasion d'une fusion, les conseils d'administration de l'acquéreur et de la firme s'entendent sur un prix pour les actions de la cible. Le prix payé peut-être en action de l'acquéreur, en argent ou bien un mélange des deux méthodes de paiement. Le conseil d'administration de la cible présente la transaction projetée aux actionnaires qui auront le choix d'approuver ou non ladite transaction. Si les actionnaires de la firme se prononcent en faveur de la transaction, le processus de fusion est déclenché. L'acceptation par la majorité emporte une acceptation réputée pour tous les actionnaires et toutes les catégories d'actions deviennent visées par la transaction. Une fois la transaction complétée, les deux firmes impliquées ne deviennent plus qu'une seule et leurs actifs sont mis en commun, selon Offenbergh et Pirinsky (2015).

Le contrôle d'une firme se fait par l'exercice du droit de vote conféré aux actionnaires. Le contrôle d'une proportion importante de droits de vote associés à l'actionnariat a une valeur et celle-ci réside dans le pouvoir d'élire le conseil d'administration. Le contrôle du conseil d'administration permet d'influencer les décisions des dirigeants de manière à aligner les intérêts de la firme avec ceux de l'investisseur (Fama et Jensen, 1983). Parlant du marché pour le contrôle d'une firme, on se réfère au processus compétitif entre les investisseurs afin de s'approprier les droits de vote d'une firme et prendre en main les décisions stratégiques de celle-ci.

Le processus d'une acquisition est initié par le dépôt d'une offre publique d'achat par laquelle un acquéreur propose aux actionnaires d'une cible, d'acheter leurs actions contre une certaine somme d'argent, souvent plus élevée que la valeur au marché des actions en question. La différence représente la prime associée à la valeur du contrôle de la firme cible (Fama et Jensen, 1983). L'offre publique d'achat peut être amicale ou hostile. L'offre amicale est négociée par les dirigeants et les conseils d'administration des firmes qui sont parties à la transaction. Dans le cas d'une offre hostile, les dirigeants et le conseil d'administration de l'acquéreur présentent la transaction proposée directement aux actionnaires sans consulter le conseil d'administration de la cible. Les offres publiques d'achat hostile peuvent être un moyen efficace de contourner une direction bien retranchée et réfractaire au changement. À cet effet, les actionnaires sont libres d'accepter, ou non, l'offre d'achat sans avoir obtenu de recommandation positive du conseil d'administration. Après la transaction, les firmes restent deux entités distinctes; toutefois si l'acquéreur a

obtenu plus 50% des droits de vote, celui-ci prend le contrôle de la cible. Souvent, une transaction d'achat sera suivie d'une fusion (Offenberg et Pirinsky, 2015).

Les fusions et acquisitions sont des outils de croissance très populaires auprès des entreprises. Cependant, la qualité des gains qui sont tirés de telles transactions sont mitigés. En effet, 44% des opérations de fusions et acquisitions seraient en fait destructrices de valeur et le rendement à long terme n'est pas clair sur les transactions qui sont un succès (Cartwright et Shoenberg, 2006).

En 2004, la valeur des opérations de fusion et acquisition a atteint 1900 milliard \$USD, il s'agit d'un mécanisme de croissance corporatif majeur et dont la popularité ne se dément pas (Cartwright et Shoenberg, 2006). Sachant cela, il est impératif de comprendre quelles sont les motivations poussant les firmes à s'engager dans de telles transactions. Quelles sont les sources de création de valeur? Comment déterminer la structure de la transaction et quels sont les obstacles majeurs?

## **2.1.Des motivations théoriques derrière les fusions et acquisitions**

Dans les sections qui suivent nous explorerons les motifs qui poussent les dirigeants à se lancer dans des opérations de prise de contrôle. Nous verrons également comment interpréter les événements précédents et suivants la transaction. Enfin, nous nous intéresseront à la création ou destruction de valeur à l'occasion d'une transaction de fusion et acquisition en fonction des motivations des dirigeants.

### **2.1.1. Information Vs. Synergie**

#### **2.1.1.1.De la théorie de l'information**

Dodd et Ruback (1977) sont les premiers à réaliser une étude empirique des rendements d'une opération de prise de contrôle en s'intéressant à la réaction des marchés au moment de l'annonce publique de la transaction projetée. Ils furent aussi parmi les premiers à étudier les fusions et les offres publiques d'achat au sein d'un même échantillon ainsi qu'à tirer des conclusions de l'étude des transactions avortées.

Ils trouvent, qu'en moyenne, les firmes ciblées par une opération de prise de contrôle réussie réalisent un rendement anormal significatif de 20,58%, alors que les cibles d'une opération avortée réalisent un rendement anormal significatif de 18,96%. L'acquéreur réalisera un rendement anormal non significatif de 2,83% lorsque la transaction est réussie. Aucun rendement anormal statistiquement significatif n'a pu être détecté pour l'acquéreur lorsque la transaction échoue, le tout durant le mois de l'annonce de la transaction projetée. Ils trouvent également que ces rendements se maintiennent sur les cinq années suivant l'annonce, que la transaction soit complétée ou pas. Ils concluent que l'annonce de la transaction projetée est un événement clef, peut-être même plus que la complétion de la transaction.

Dodd et Ruback (1977) ont pavé la voie pour la proposition de la théorie de l'information appliquée aux fusions et acquisitions. Cette théorie avance que l'annonce de la transaction projetée signale le lancement d'un processus compétitif visant le contrôle de la firme cible.



L'annonce d'une prise de contrôle signale au marché que la firme ciblée est mal évaluée et qu'il existerait un potentiel non valorisé. L'hypothèse sous-jacente veut que l'acquéreur possède un avantage informationnel sur le marché lui permettant d'évaluer la valeur de la cible avec plus de justesse. Au moment de l'annonce, cette nouvelle information est rendue publique, expliquant les hausses observées sur le prix des firmes visées par une opération de prise de contrôle (Bradley, 1980).

Dans le contexte de la théorie de l'information, il est important d'insister sur le fait qu'il existe une compétition visant à s'appropriier le contrôle de la cible. En devenant publique, la nouvelle information quant à la sous-évaluation de la cible attire d'autres acquéreurs potentiels qui feront leur propre proposition aux actionnaires de la cible. Outre ces nouveaux acteurs, les dirigeants de la cible peuvent être compétiteurs dans cette course au contrôle. Ils utiliseront leur rôle d'initié pour proposer aux actionnaires une meilleure stratégie afin de réaliser le plein potentiel de la firme et de maximiser sa valeur pour les actionnaires. La théorie de l'information admet que les dirigeants peuvent recommander aux actionnaires de rejeter l'offre faite par l'acquéreur sans qu'il ne s'agisse d'un conflit d'agence. En effet, les dirigeants peuvent proposer de rejeter la transaction projetée dans un effort de maximisation de la valeur des actions (Bradley, 1980).

Selon Bradley (1980), la théorie de l'information prédit que la vaste majorité des gains sera acquise aux actionnaires de la cible puisque c'est au sein de celle-ci que le potentiel lié à la nouvelle information peut être réalisé. Elle annonce que la hausse de prix de la cible est permanente et se maintiendra même si la transaction échoue puisque l'information quant à son potentiel est désormais publique et reconnue par le marché. Enfin, elle prévoit que l'acquéreur n'engendrera des gains que si la transaction est complétée. Toutes ces prévisions rejoignent les conclusions empiriques de Dodd et Ruback (1977).

Cependant, ces prédictions sont également en accord avec la théorie des synergies. Cette dernière repose sur la rationalité de l'acquéreur contrairement à la théorie de l'information qui repose sur l'inefficience des marchés.

### **2.1.1.2. De la théorie des synergies**

Dans la théorie des synergies, l'hypothèse de base est que la prise de contrôle est motivée par l'identification d'opportunités de création de valeur rendues possibles par la mise en commun des ressources de la cible et de l'acquéreur. Cette hypothèse implique que les dirigeants des firmes concernées s'engagent dans des activités de prise de contrôle seulement quand la richesse de tous les actionnaires peut être accrue par la complétion de la transaction projetée. Les sources de synergie sont variées : mise en commun de ressources complémentaires, exploitation de nouveaux marchés, redéploiement d'actif à des fins plus profitables, bénéficier d'économies d'échelle, etc. (Bradley, Desai et Kim, 1988).

Les gains liés aux synergies ne pouvant être réalisés que lorsque les firmes sont jointes, une prise de contrôle sera déclenchée quand la valeur des firmes combinées est plus grande

que la somme des valeurs des firmes indépendantes (Seth, Song et Pettit, 2002). Le marché pour les prises de contrôle est également compétitif dans la théorie des synergies.

Comme tout autre marché, le marché du contrôle d'une firme est soumis aux lois de l'offre et de la demande. Plus il y a d'acheteur potentiel pour le contrôle d'une firme plus le prix de ses actions augmentera, limitant la marge de rendement anticipée par l'acquéreur. Le rendement à l'acquéreur est une fonction négative de la compétition pour prendre le contrôle de la cible. Du côté de la cible, une forte compétition assure les actionnaires de celle-ci qu'ils recevront un meilleur prix pour leurs actions. Plus la compétition est forte, plus la proportion des gains synergétiques acquise aux actionnaires de la cible sera grande (Bradley, Desai et Kim, 1988).

La théorie des synergies prévoit également que la plus grande partie des gains réalisés à l'occasion de la transaction reviendra aux actionnaires de la cible. Par contre, cela n'est pas lié à une correction des marchés, mais plutôt à la prime versée par l'acquéreur pour obtenir le contrôle de la cible. Cette prime explique aussi pourquoi le rendement de l'acquéreur est de beaucoup inférieur à celui de la cible, mais positif en raison des gains synergétiques (Bradley, Desai et Kim, 1983). Malgré la différence d'interprétation, les découvertes empiriques de Dodd et Ruback (1977) restent vraies et peuvent être utilisées pour confirmer la théorie des synergies.

#### **2.1.1.3. De la distinction entre l'information et les synergies**

La théorie de l'information et la théorie des synergies, quoique semblables dans leurs prédictions se distinguent quant à une prédiction spécifique : le maintien de la hausse de la valeur de l'action de la cible.

Il est déjà reconnu dans la littérature que les marchés sont efficaces quant à l'intégration de l'information liée à une prise de contrôle dans les prix de la cible et de l'acquéreur. Aussi, le marché pour le contrôle d'une firme est compétitif. On peut s'attendre à ce que plusieurs acquéreurs potentiels soient en compétition, le marché ayant intégré l'information quant à la valeur du contrôle de la cible. Les compétiteurs devraient miser les uns contre les autres sur les actions de la cible jusqu'à l'atteinte d'un prix plafond qui effacerait tout gain potentiel lié à l'achat de la cible. En d'autres termes, si la transaction est abandonnée par un acquéreur, un autre devrait prendre sa place, maintenant le prix de la cible à un niveau élevé (Mandelker, 1974).

Selon la théorie de l'information, cette hausse est permanente parce que la valeur est associée à une réévaluation du potentiel de la cible. Par contre, selon la théorie des synergies cette hausse sera effacée si la transaction échoue parce que les gains synergétiques ne peuvent être réalisés que si les firmes sont jointes. Or, Bradley (1980) ont déjà montré que ces gains persistent pendant au moins douze mois. Cependant, Bradley, Desai et Kim (1983) indiquent que dans les cinq années de l'annonce d'une prise de contrôle qui a éventuellement échoué, la totalité des gains a disparue. La persistance des gains sur une courte période serait le reflet du marché compétitif pour le contrôle de la firme. Les investisseurs s'attendent à ce qu'une nouvelle offre soit faite par un compétiteur

pour prendre le contrôle de la cible. En effet, dans tous les cas où une transaction a échoué et qu'aucun compétiteur n'a fait de nouvelle offre, les gains réalisés par les actionnaires de la cible ont disparus.

Ces résultats supportent la supériorité de la théorie des synergies sur la théorie de l'information. En effet, rien dans la théorie de l'information ne parvient à expliquer la disparition des gains acquis aux actionnaires de la cible à long terme quand la transaction échoue. Par contre, la théorie des synergies ne parvient pas à expliquer l'ensemble du phénomène des prises de contrôle.

### **2.1.2. L'hypothèse de l'orgueil**

La théorie des synergies ne parvient qu'à expliquer les motivations liées aux prises de contrôle qui sont créatrices de valeur. Mais tel que mentionné précédemment, celles-ci ne représentent qu'environ une transaction de prise de contrôle sur deux. Comment rationaliser les transactions qui, malgré leur complétion, ne créent pas de valeur ou sont carrément un échec?

En 1986, Roll tente de combler ce vide dans la littérature en proposant une théorie plus générale qu'il appellera l'hypothèse de l'orgueil. Il suggère que les firmes voulant se porter acquéreuse d'une cible sur le marché des prises de contrôle se lancent dans un processus d'évaluation en trois étapes.

En premier lieu, l'acquéreur identifie une cible potentielle. La seconde étape consiste à procéder à l'évaluation de la cible potentielle. Cette évaluation tiendra compte de tous les gains synergétiques possiblement dégagés en joignant les efforts des firmes ainsi que des escomptes liés à la mauvaise direction de la cible, s'il en est. Cette évaluation peut également se baser sur certaines informations n'étant pas encore connues du public. Finalement, l'acquéreur compare son évaluation indépendante à la valeur au marché de la cible. Si la valeur au marché est supérieure à l'évaluation indépendante, la transaction projetée est abandonnée. Si l'inverse est observé, une offre est proposée et la transaction projetée deviendra publique. Ceci étant, l'offre devrait être inférieure à l'évaluation indépendante afin de laisser une marge de manœuvre à l'acquéreur pour combler les erreurs d'évaluation, les négociations avec la cible ou réagir à une offre faite par un compétiteur.

L'étape clef dans le modèle de Roll est l'évaluation indépendante faite par l'acquéreur. En effet, une action est un bien fongible avec une valeur observable, la distinguant d'un actif unique tel un immeuble ou des droits miniers, par exemple. Pour ces actifs, la valeur n'est pas directement observable, ce faisant, l'acheteur et le vendeur doivent faire leur évaluation et s'entendre sur un prix. Cette symétrie n'existe pas dans le contexte d'une offre de prise de contrôle. Ainsi, l'acquéreur sait très bien que toute offre en-deçà de la valeur au marché sera refusée par les actionnaires de la cible. Ces conclusions impliquent qu'il existe une borne inférieure dans la distribution de la valeur véritable de la firme et que toutes les erreurs d'évaluation se trouvent vers la droite dans cette distribution.

Qu'arrive-t-il quand l'acquéreur se trompe et qu'il n'existe pas, contrairement à ses croyances, de gains liés à la prise de contrôle? Roll propose de considérer l'évaluation de l'acquéreur comme une variable aléatoire dont la moyenne est la valeur au marché de la cible. Quand la variable aléatoire observée est supérieure à la moyenne, une offre est faite aux actionnaires de la cible. En d'autres termes, une offre est faite seulement quand l'évaluation est trop élevée et aucune évaluation de la gauche de la distribution n'est considérée. Cette interprétation nous amène à considérer la prime au contrôle comme une erreur aléatoire faite par l'acquéreur dans son évaluation. De plus, cette erreur est toujours vers la droite, soit une surévaluation de la valeur véritable de la cible parce que les évaluations à gauche ne sont jamais rendues publiques.

C'est parce que l'acquéreur parvient à se convaincre que son évaluation est juste et que le marché dans son ensemble se trompe que Roll appelle sa théorie «l'hypothèse de l'orgueil».

L'hypothèse de l'orgueil implique qu'il n'y a aucun gain net à tirer d'une opération de prise de contrôle. Cela implique, qu'en moyenne, tous les gains de valeur acquis par les actionnaires de la cible seront compensés par une baisse de valeur des actions de l'acquéreur. Le gain combiné devrait donc être de zéro, voire faiblement négatif si l'on tient compte des coûts engendrés par la complétion de la transaction. En somme, le modèle de Roll prédit que la valeur de l'action de l'acquéreur devrait diminuer à l'annonce de l'offre, augmenter si la transaction échoue ou diminuer si la transaction va de l'avant. Du côté de la cible, l'annonce de la transaction projetée devrait faire augmenter la valeur de l'action et devrait diminuer à son niveau pré-offre, si l'offre en cours échoue et qu'aucun acquéreur concurrent ne se manifeste afin de présenter une nouvelle offre de prise de contrôle.

Les travaux de Bradley, Desai et Kim (1983), décrits précédemment viennent appuyer certaines prédictions de l'hypothèse de l'orgueil, soit le retour des prix au niveau pré-achat lorsque la transaction avorte et qu'aucun nouvel acheteur ne dépose d'offre sur les actions de la cible. Dans le contexte de l'hypothèse de l'orgueil, l'augmentation du prix de l'action de la cible ne représente que la prime aléatoire que l'acheteur est prêt à payer, pas une potentielle valeur ajoutée liée à des synergies ou une nouvelle information concernant la cible. Ainsi, lorsque la transaction avorte, l'acheteur disparaît et la prime disparaît également.

La prédiction centrale de l'hypothèse de l'orgueil est à l'effet que les gains totaux à l'occasion d'une prise de contrôle sont nuls. C'est exactement ce que Firth (1979) trouve. Il a utilisé un échantillon de prises de contrôle sur les marchés britanniques et une méthodologie basée sur les rendements résiduels inspiré du cadre de l'efficience des marchés. Au final, aucun rendement anormal combiné n'est détecté, ce qui mène l'auteur à conclure que les gains de la cible sont complètement annulés par les pertes pour l'acquéreur.

Cependant, il est difficile de tester cette prédiction du modèle parce le rendement moyen d'une firme ne reflète pas les gains en dollar qu'elle réalise à l'occasion de la transaction,

particulièrement lorsque les firmes impliquées ont une capitalisation élevée. Il est possible que les gains ou pertes en dollar soient marginaux à l'échelle de la firme et impossible à observer dans l'écart *bid-ask* (fourchette de cotation) et parmi le bruit du marché rendant les mesures en rendement inutilisables (Jensen et Ruback, 1983; Roll, 1986).

La littérature s'est donc tournée vers des mesures en dollar pour tenter de contourner le problème. Malatesta (1983) présente des résultats indiquant qu'une opération de prise de contrôle est un projet à valeur actuelle nette négative pour l'acquéreur. En moyenne, les actionnaires de l'acquéreur souffrent d'une diminution de la valeur de leurs actions à court et long terme, correspondant aux prédictions de Roll. Du côté de la cible, la valeur des actions augmente de façon significative, également tel qu'attendue par le modèle de Roll. Cependant, les résultats de Malatesta (1983) montrent un gain total petit, mais significatif à court terme. Par contre, à long terme ce gain se transforme en perte significative. Or, selon l'hypothèse de l'orgueil le gain total devrait être de zéro ou légèrement négatif compte tenu des coûts de transaction.

Bradley, Desai et Kim (1982) ont également eu recours à la méthodologie en dollar plutôt qu'en rendement pour mesurer les gains totaux. Ils trouvent, qu'en moyenne, les actions de la cible augmentent, alors que les actions de l'acquéreur diminuent. Au net, il existerait un gain total positif, mais celui-ci n'est pas statistiquement différent de zéro. Ce qui peut être interprété comme supportant l'hypothèse de l'orgueil.

Les appuis empiriques concernant la prévision majeure de l'hypothèse de l'orgueil sont ambigus, mais rien dans la littérature ne permet d'écarter complètement cette théorie. Les résultats mitigés peuvent être liés à un biais de mesure, tel que Roll (1983) le suggère. Or, il se peut également qu'un autre phénomène soit à l'œuvre.

### **2.1.3. L'opportunisme managérial**

La théorie des synergies suggère que les dirigeants d'une firme acquéreuse s'efforcent de s'engager dans un processus générateur de valeur pour les actionnaires de la firme. L'hypothèse de l'orgueil propose que ces dirigeants commettent simplement une erreur lorsqu'ils évaluent une cible potentielle de prise de contrôle. Quant est-il si les transactions de fusion et acquisition étaient plutôt entreprises par les dirigeants pour leur propre bénéfice?

L'opportunisme managérial est une application spécifique aux prises de contrôle de la théorie de l'agence (décrite à la section suivante). Il faut mentionner que, chronologiquement, l'opportunisme managérial précède la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976).

Cette théorie, avancée par Mueller (1969), est simple, on propose en fait que les prises de contrôle d'une cible sont des transactions visant à maximiser l'utilité des dirigeants de la firme acquéreuse au détriment de la richesse de ses actionnaires. Les dirigeants ne chercheraient qu'à atteindre certains objectifs corporatifs jugés satisfaisants par les actionnaires afin de maintenir leur position de pouvoir au sein de la firme. Lorsque ces

objectifs sont atteints, le dirigeant consacrera ses efforts à la consolidation de son pouvoir sur la firme. Or, utiliser la firme pour acquérir une cible serait une façon de d'atteindre ses objectifs personnels (Mueller, 1969).

Les dirigeants de la firme acquéreuse peuvent tirer de multiples bénéfices en procédant à des prises de contrôle. Ces bénéfices inclus, sans s'y limiter : réduction des risques de perdre leur emploi, augmentation de leur rémunération, augmentation de leur pouvoir ou simplement une augmentation de la satisfaction qu'ils tirent de leur emploi. Tous ces objectifs propres au dirigeant peuvent être atteints par la croissance de sa firme. En pratique, la prise de contrôle est le moyen le plus rapide de faire croître une entreprise (Firth, 1980).

#### **2.1.3.1. De la construction d'empires (« empire building »)**

L'une des manières efficaces pour un dirigeant d'accroître son pouvoir est en misant sur la croissance externe de la firme. On ne parle pas ici de croissance qui serait génératrice de valeur au niveau de l'équité, mais une croissance de la taille de la firme par le biais d'acquisition successive. À noter que ces acquisitions n'ont pas à se concentrer dans le secteur d'activité de la firme. Par la croissance externe, les dirigeants sont en mesure d'étendre leur pouvoir sur un nombre grandissant d'organisation, d'où le terme construction d'empire.

C'est pourquoi, Mueller (1969) pointe du doigt les dirigeants de conglomérat. Son argument est à l'effet qu'il est fort improbable qu'il y ait des synergies à tirer en joignant les efforts de firmes n'évoluant pas dans le même secteur économique. Dans le cas contraire, la communauté industrielle ne serait qu'une mer d'opportunités synergétiques et on assisterait certainement à l'émergence de monopoles œuvrant dans de multiples industries. Mueller indique qu'une firme achetée pour être ensuite intégrée au conglomérat comme une nouvelle division ayant des opérations autonomes du reste du conglomérat est le meilleur exemple de ces excès de la part des dirigeants.

Dans le cas des conglomérats, il est difficile de trouver des sources de synergie permettant de créer de la valeur entre les divisions d'affaires. En effet, celle-ci opère indépendamment les unes des autres dans des industries différentes n'ayant pas nécessairement de lien entre elles. Il apparaît que *le seul motif raisonnable à l'existence des conglomérats soit l'atteinte d'une diversification*. La prise de contrôle serait ainsi justifiable par sa capacité à réduire le risque total du conglomérat, assurant à l'actionnaire des flux monétaires plus stables et augmentant la valeur de l'action en diminuant le taux d'actualisation. Le problème est, qu'en pratique, l'actionnaire peut très facilement atteindre le même niveau de risque total en diversifiant lui-même son portefeuille. Il peut également le faire à moindre coût puisqu'il ne paie pas la prime au contrôle qu'encourt le conglomérat lorsqu'il acquiert une cible (Levy et Sarnat, 1970).

### **2.1.3.2.Des bénéfices directs que tirent les dirigeants**

Si, *a priori*, aucun bénéfice économique ne peut justifier l'existence des conglomérats et que l'argument de la diversification est invalide, comment expliquer leur existence? Si la motivation officielle des dirigeants de l'acquéreur pour procéder à la transaction est l'atteinte d'une saine diversification, le but non avoué peut également être d'étendre leur empire. En accroissant la taille de la firme via une prise de contrôle, ils accroissent aussi les bénéfices personnels (ou bénéfices privés) qu'ils tirent de la relation principale-agent avec les actionnaires. Le symptôme est une prime de contrôle trop élevée puisque les dirigeants incluent la valeur des bénéfices personnels qu'ils obtiendront du contrôle de la cible dans le prix des actions de cette dernière. Ainsi, la valeur des actions de la cible sont surévalués au détriment des actionnaires de l'acquéreur (Shleifer et Vishny, 1988).

Amihud et Lev (1981) avancent que les dirigeants cherchent à réduire le risque lié à leur emploi. Prenant pour hypothèse qu'une grande partie de la richesse des dirigeants provient de la rémunération liée à leur emploi, ils sont vulnérables au risque de la firme qu'ils dirigent. En diversifiant la firme à l'interne, ils réduisent leur propre risque lié à leur emploi. Les résultats d'Amihud et Lev (1981) montrent que les firmes contrôlées par les dirigeants (propriété des titres dispersée) sont plus susceptibles de s'engager dans des activités de diversification internes que les firmes contrôlées par les actionnaires (propriété des titres concentrée).

Firth (1980) a analysé à la fois les rendements au niveau de la cible et de l'acquéreur, mais s'est également intéressé à la rémunération des dirigeants de la firme acquéreuse. Comme bien d'autres auteurs avant lui, il constate que les actionnaires de la cible réalisent des gains, alors que les actionnaires de la firme acquéreuse doivent absorber des pertes. Son résultat le plus intéressant est sans doute celui concernant la rémunération des dirigeants de la firme acquéreuse. Il découvre que ces derniers voient leur rémunération augmenter à la suite de la conclusion d'une prise de contrôle. Résultat encore plus surprenant, les régressions indiquent que plus la transaction est mauvaise pour les actionnaires de la firme, plus l'augmentation salariale des dirigeants est grande.

Ainsi, la théorie de l'opportunisme managérial parvient à expliquer pourquoi certaines prises de contrôle sont destructrices de valeur. En effet, elles ne viseraient pas la maximisation de la richesse de l'actionnaire, mais celle des dirigeants. Par contre, l'opportunisme managérial n'offre pas d'explication pour les acquisitions qui sont un succès.

### **2.1.4. De la coexistence des motifs**

Pour donner un sens aux théories de la synergie, de l'orgueil et de l'opportunisme managérial, il faut adopter une approche plus large. Une approche admettant que les trois motifs aux prises de contrôle, décrits ci-haut, peuvent coexister sur le marché. En effet, il faut considérer que les dirigeants des firmes prenant part à des transactions de prise de contrôle ne le font pas tous pour les mêmes raisons. Certains iront de l'avant parce qu'ils ont identifié une opportunité de création de valeur, certains se tromperont dans l'évaluation

de la valeur intrinsèque de la cible alors que d'autres seront motivés par l'attrait de bénéfices personnels à tirer de la croissance de la firme qu'ils dirigent.

Berkovitch et Narayanan (1993) furent parmi les premiers à admettre cette possibilité et ils ont suggéré une approche méthodologique basée sur l'étude de la relation entre les gains de la cible et les gains totaux plutôt que sur les gains moyens. Cette mise au point méthodologique permet de poser de nouvelles hypothèses quant aux transactions et aux motifs étant à leur origine.

À l'occasion d'une prise de contrôle motivée par les synergies, la cible obtient une partie des synergies lorsque ses dirigeants négocient en faveur des actionnaires ou qu'il existe une compétition entre plusieurs acquéreurs potentiels pour obtenir le contrôle de la cible. Or, plus les synergies potentielles sont élevées, plus les gains obtenus par les actionnaires de la cible seront élevés. Ainsi, dans une acquisition motivée par la poursuite de synergies, on peut s'attendre à ce qu'il existe une corrélation positive entre les gains de la cible et les gains totaux.

Supposons maintenant une transaction motivée par les intérêts personnels des dirigeants de la firme acquéreuse qui ne souhaitent pas maximiser la richesse des actionnaires, soit motivée par l'opportunisme managérial. À l'occasion de ce type de prise de contrôle, les gains totaux et ceux obtenus par la firme acquéreuse sont négatifs. Cependant, les dirigeants de la cible gardent un pouvoir de négociation et tenteront d'obtenir le meilleur prix pour les actionnaires. Selon les auteurs, ce pouvoir est encore plus fort si la direction de la cible réalise quels sont les véritables motifs derrière la transaction (voir également Hartzell, Ofek et Yermack, 2004). Ainsi, les actionnaires de la cible obtiendront des gains positifs, même quand la transaction est motivée par l'opportunisme managérial. On peut donc s'attendre à ce qu'il existe une corrélation négative entre les gains de la cible et les gains totaux à l'occasion d'une prise de contrôle motivée par l'opportunisme managérial.

Finalement, l'hypothèse de l'orgueil soutient qu'il n'existe pas de gains à tirer d'une prise de contrôle, celle-ci étant motivée simplement par une erreur d'évaluation commise par les dirigeants de la firme acquéreuse. Puisque les gains réalisés par la cible dans une telle transaction ne sont qu'un transfert de richesse provenant de la firme acquéreuse, la corrélation entre les gains de la cible et les gains totaux devraient être de zéro.

Dans un échantillon d'offres d'achat publiques domestiques américaines, Berkovitch et Narayanan (1993) découvrent que, sur l'ensemble de leur échantillon, la corrélation entre les gains de la cible et les gains totaux est positive. Cela suggère que la poursuite de synergies serait la motivation dominante sur le marché des prises de contrôle. Ils ont également constaté que dans leur sous-échantillon de prises de contrôle présentant un gain total positif, la corrélation est positive. Dans ce même échantillon, ils notent que la corrélation entre les gains de la cible et ceux de l'acquéreur n'est pas significativement différente de zéro. Les transactions créatrices de valeurs seraient donc motivées à la fois par les synergies potentielles et l'orgueil. À l'opposé, dans le sous-échantillon de transaction présentant un gain total négatif, la corrélation est négative. Cela indique que les



transactions destructrices de valeur sont motivées par l'opportunisme managérial. Ainsi, les trois motifs expliquant les phénomènes observés sur le marché des prises de contrôle semblent effectivement coexister.

Seth, Song et Pettit (2000) ont étudié un échantillon de firmes américaines acquises par des intérêts étrangers afin de distinguer les sources de gains et de pertes dans les prises de contrôle. Ils trouvent que le motif des synergies explique les gains observés dans la majorité des transactions internationales. En même temps, il apparaît que l'orgueil joue un rôle dans les transactions créatrices de valeur. Pour ce qui est des acquisitions destructrices de valeur, celles-ci semblent être motivées par l'opportunisme managérial plutôt que par l'orgueil. En somme, ils démontrent que les conclusions de Berkovitch et Narayanan (1993) sont applicables au marché des acquisitions transfrontalières.

Plus particulièrement, il apparaît que les transactions motivées par les synergies tirent leurs gains du partage des actifs des firmes combinées et d'un processus appelé internalisation renversée. Celle-ci est un processus par lequel une firme acquière et intègre des compétences ou des ressources de la firme cible étrangère qui seront potentiellement bénéfiques sur le marché domestique (Seth, Song et Pettit, 2002).

Dans le cas des transactions motivées par l'opportunisme managérial, la destruction de valeur semble provenir d'une stratégie de minimisation du risque. D'une part, il y a destruction de valeur parce que les investisseurs peuvent diversifier eux-mêmes leur portefeuille à moindre coût. D'autre part, ces stratégies sont rarement créatrices de valeur parce que la différence de taille entre l'acquéreur, généralement une firme d'importance, et la cible, une firme aux opérations plus limitées, est telle que la combinaison des deux n'a qu'un impact marginal sur le risque total de la firme résultante (Seth, Song et Pettit, 2002). Cette dernière conclusion fait écho aux arguments formulés par Mueller (1969) concernant la formation de conglomérats.

## **2.2.Observations sur le marché des fusions et acquisitions**

### **2.2.1. Offre publique d'achat vs fusion**

La distinction entre fusion et offre publique d'achat a déjà été faite ci-haut, mais quels sont les critères que les acquéreurs tiennent en compte au moment de structurer une prise de contrôle? Quelles sont les implications liées aux choix de la structure de la transaction?

Généralement, les lois en droit corporatif font en sorte que l'offre publique d'achat est un mécanisme plus simple et rapide que la fusion pour prendre le contrôle d'une firme. La différence provient en grande partie des étapes supplémentaires liées à la combinaison des firmes, à l'émission des actions de la société résultante et aux exigences des autorités de supervision des marchés. Or, sur le marché des prises de contrôle, la capacité à exécuter une transaction en temps opportun est un facteur clef de succès dans un environnement de compétition afin d'acquérir le contrôle de la cible. Le marché reconnaît cette caractéristique des offres publiques d'achats et perçoit ce type de transaction comme un signal d'empressement à conclure la transaction. Ce désir de conclure rapidement la transaction oblige évidemment les acquéreurs à verser une prime d'achat plus élevée que s'ils avaient

procédé par fusion. Il semble donc que l'acquéreur doive balancer les bénéfices stratégiques d'une exécution rapide de la transaction par rapport aux coûts additionnels que cela implique quand il structure la transaction (Offenberg et Pirinsky, 2015).

### **2.2.2. Performances pré-acquisition et amélioration de la gestion**

En moyenne, les firmes ciblées par une opération de prise de contrôle ont mal performé pendant les années précédant la transaction. Au contraire, les firmes acquéreuses ont tendance à présenter des performances égales ou supérieures à la moyenne de leur industrie (Firth, 1980).

L'opportunité d'investissement que perçoit la firme acquéreuse peut provenir de la possibilité de déloger la direction en place qui ne parvient pas à investir dans des projets maximisant la richesse des actionnaires. Les dirigeants de la firme acquéreuse croient pouvoir faire un meilleur travail que la direction en place au sein de la cible tout en générant de la valeur pour leurs propres actionnaires. Ces « acquisitions disciplinaires » pourraient par ailleurs expliquer pourquoi les cadres de la cible quittent souvent leur poste dans les années suivant l'acquisition de la firme qu'ils dirigent (Martin et Mc Connell, 1991).

En effet, il existe une relation négative entre la rotation des cadres de la cible et la performance pré-acquisition de celle-ci. C'est-à-dire que moins les résultats pré-acquisition étaient bon, plus grand est le taux de roulement des cadres suite à la transaction. Ces résultats peuvent certainement être interprétés comme des indices de l'existence d'un motif disciplinaire à l'occasion d'une acquisition (Martin et Mc Connell, 1991). Cependant, il n'est pas clair que ce motif à lui-seul puisse justifier une prise de contrôle.

Étant donné que les primes au contrôle payées à l'occasion de l'acquisition sont élevées et qu'il faut tenir compte des coûts d'intégration de la cible aux opérations existantes de l'acquéreur, il n'est pas possible de distinguer de création de valeur provenant uniquement de l'effet disciplinaire (Firth, 1980). Il est donc plus probable que l'aspect disciplinaire soit un élément décisionnel faisant partie d'une analyse plus large quant à la création de valeur potentiellement générée par la prise de contrôle.

### **2.2.3. Le choix des actionnaires de la cible**

Une fois qu'une offre publique d'achat ou de fusion est faite, l'actionnaire de la cible doit prendre une décision quant à savoir s'il vendra ses actions ou approuvera la fusion projetée à la réunion des actionnaires.

Les critères que l'actionnaire de la cible devra considérer afin de prendre une décision éclairée quant à l'offre qui lui est faite dépendent de la nature de la transaction (offre d'achat ou une fusion). La distinction réside dans le fait qu'une proposition de fusion vise l'ensemble des actions de la cible et qu'une approbation, conformément aux statuts corporatifs, emporte une approbation réputée pour l'ensemble des actionnaires. À l'opposé, dans une offre d'achat, les actionnaires qui refusent de vendre ne peuvent être forcés à consentir à la transaction.

Ainsi les actionnaires d'une cible d'offre publique d'achat doivent considérer le prix qui leur est proposé par l'acquéreur potentiel, mais également la valeur post-acquisition de l'action. Cette dernière variable est beaucoup moins évidente que le prix offert par l'acquéreur. La valeur post-acquisition de l'action sera fortement dépendante des gestes posés par les dirigeants de l'acquéreur qui seront dès lors en charge des décisions opérationnelles de la cible.

Selon Bradley (1980), les actionnaires de la cible sont face à un dilemme du prisonnier, dans le sens où ils n'ont pas véritablement de choix. Le processus décisionnel est simple, l'actionnaire accepte de vendre ses actions si la valeur offerte est supérieure au prix post-acquisition. En contexte de compétition au contrôle de la cible, l'actionnaire ne considérera que l'offre du meilleur enchérisseur dans sa prise de décision. Advenant que la transaction échoue, le prix de l'action peut, au mieux, se maintenir (Bradley, Desai et Kim, 1983) ou, au pire, redescendre à son niveau pré-offre. Dans un cas comme dans l'autre, l'actionnaire n'encourt pas de pertes. Dans le cas où la transaction est un succès, le prix post-acquisition est aléatoire et peut descendre sous sa valeur pré-offre, selon les décisions que la nouvelle direction prendra concernant la gestion des actifs. Dans ce cas, l'actionnaire de la cible risque d'encourir des pertes. Ainsi, l'actionnaire se retrouve face au choix suivant : réaliser un gain capital équivalent à la prime au contrôle ou risquer d'encourir une perte, advenant la réussite de la transaction.

L'actionnaire raisonnable fera toujours le choix de vendre ses actions sachant, qu'au mieux, il réalise un gain et qu'au pire, il n'encourt pas de perte (Bradley, 1980).

#### **2.2.4. L'environnement légal des fusions et acquisitions**

Il n'est pas clair si les transactions de prise de contrôle sont toutes effectuées dans le but de créer de la valeur ou bien à des fins de construction d'empire, pouvant résulter en des entreprises ayant un pouvoir monopolistique sur les marchés. Les législateurs à travers le monde ont adopté une approche prudente vis-à-vis les prises de contrôle.

En général, les mesures légales prises par les gouvernements visent à ralentir le phénomène des fusions et acquisitions. Les mesures *anti-trust* sont un moyen d'éviter qu'une entreprise prenne tellement d'ampleur qu'elle peut exercer un pouvoir quasi-monopolistique au sein de son industrie. Une action *anti-trust* peut être entreprise pour bloquer une prise de contrôle ayant un tel effet. Or, ces mesures législatives n'ont pas réussi à freiner les efforts de consolidation observés sur les marchés depuis les années 60 (Jensen et Ruback, 1983).

En moyenne, les actions *anti-trust* ne causent pas d'effet majeur sur l'acquéreur, mais elles entraînent des rendements anormaux négatifs et significatifs pour les cibles d'une fusion après la date de l'annonce du recours légal. De plus, on ne peut distinguer de rendement positif lorsque l'action *anti-trust* est abandonnée, rejetée ou réglée hors-cours. Cela indique que les parties à la fusion encourent des coûts financiers substantiels même lorsque l'action n'atteint pas son objectif initial, soit bloquer la transaction (Wier, 1983).

De plus, il n'est pas clair que les mesures contre les fusions et acquisitions ont un effet bénéfique sur la compétitivité au sein d'une industrie. Bertrand et Mullainathan (2003) ont utilisé des données au niveau d'usines américaines avant et après l'entrée en vigueur de lois visant à freiner les transactions de prise de contrôle. Ils trouvent que ces lois peuvent être associées à une augmentation des salaires des travailleurs et une baisse de fermeture de vieilles usines, comme effets positifs. Cependant, la construction de nouvelles usines baisse de même que les niveaux de productivité et de profitabilité.

Toutefois, les mesures légales visant spécifiquement les fusions et acquisitions (c'est-à-dire excluant les mesures *anti-trust*, tel que les délais pour dépôt d'offre concurrente ou le droit de retrait de l'acceptation de l'offre par l'actionnaire) ont pu mener à une stimulation de la compétitivité sur le marché du contrôle des firmes. Des instruments législatifs ayant pour but d'augmenter les délais afin de protéger les actionnaires de la cible laissent également plus de temps à un compétiteur pour déposer une offre sur la cible. De même, des mesures permettant aux actionnaires de rétracter leur accord à la vente de leur titre permettra à un compétiteur de déposer une offre supérieure (Bradley, Desai et Kim, 1988).

En somme, ces mesures auraient surtout l'effet d'augmenter le rendement aux actionnaires de la cible, rendant les transactions moins rentables pour les actionnaires de l'acquéreur. On observe donc une diminution du nombre de prises de contrôle seulement pour les transactions présentant un rendement potentiel plus faible, une sorte de troncature à gauche de la distribution des transactions de prise de contrôle (Jensen et Ruback, 1983).

#### **2.2.5. L'opposition des dirigeants de la cible**

Admettant que l'opportunisme managérial existe du côté des dirigeants de l'acquéreur, un phénomène semblable peut également exister du côté des dirigeants de la cible. Il est possible que les dirigeants de la cible ne veuillent pas que la firme qu'ils gèrent soit acquise et ainsi perdre leurs propres positions de pouvoir. Selon cette hypothèse, les dirigeants se protégeront au détriment de la richesse des actionnaires (Jensen et Ruback, 1983).

Les dirigeants et le conseil d'administration d'une firme peuvent se prémunir contre une prise de contrôle de leur firme de façon préventive en modifiant les statuts de la société afin d'ajouter des amendements qui rendront une prise de contrôle plus difficile. Ces amendements peuvent inclure des clauses qui auront pour effet d'augmenter au-delà de la simple majorité le nombre de votes nécessaires pour approuver la transaction, des clauses de juste valeur requérant un prix minimum pour qu'une offre soit considérée ou bien qui diffère l'élection de nouveaux membres au conseil (Sundaramurthy, 2000).

Les clauses visent toutes à réduire la probabilité qu'une offre de prise de contrôle soit faite, privant potentiellement les actionnaires d'une prime s'ajoutant à la valeur marchande de leurs actions. L'adoption d'une telle clause aux statuts devrait donc avoir un effet négatif sur la valeur de l'action. Or, ce n'est pas ce qui se produit en pratique. En effet, aucun rendement anormal significatif (négatif comme positif) ne peut être détecté à l'annonce ou à la passation d'une telle mesure. Ceci étant, il peut y avoir un biais positif lié à ces annonces, signalant aux actionnaires qu'il est possible qu'une offre de prise de contrôle

sera déposée. De fait, ces mesures peuvent même forcer un acquéreur à offrir une prime au contrôle plus élevée afin d'augmenter l'incitatif offert aux actionnaires de la cible et contourner ces mesures (DeAngelo et Rice, 1983).

Alternativement, les dirigeants de la cible peuvent se défendre contre la prise de contrôle envisagée de manière réactive plutôt que préventive. Il s'agit de mesures ne nécessitant pas l'approbation des actionnaires et déclenchées suite au dépôt d'une offre publique d'achat ou de fusion.

L'un de ces mécanismes est la pilule empoisonnée, soit un programme d'émission d'action qui donne le droit aux actionnaires d'acheter de nouvelles actions à un prix escompté. La pilule empoisonnée peut aussi prendre la forme d'un dividende en action. Les dirigeants de la cible peuvent aussi combattre la transaction proposée par des mécanismes bien moins élaborés. Par exemple, ils peuvent communiquer directement avec les actionnaires pour les convaincre de refuser la transaction, faire des sorties médiatiques militant contre la transaction, initier des actions en court ou négocier un accord de moratoire avec l'acquéreur (Sundaramurthy, 2000).

Or, la littérature montre que la résistance managériale suivant le dépôt d'une offre au contrôle est en moyenne créatrice de richesse pour les actionnaires de la cible. En effet, les techniques utilisées par les dirigeants de la firme peuvent pousser l'acquéreur à augmenter la prime au contrôle. Il semble que la résistance ne soit pas tellement un outil de protection que les dirigeants de la cible utilisent à leur avantage, mais plutôt un argument de négociation qui permet parfois de maximiser la richesse des actionnaires (Jensen et Ruback, 1983).

Mais qu'en est-il des transactions pour lesquelles les dirigeants de la cible opposent une résistance si forte que la prise de contrôle échoue? Il apparaît que lorsque les dirigeants de la cible réussissent à forcer l'annulation de la transaction, les actionnaires en souffrent. Le prix des actions de la cible baisse, mais pas jusqu'au niveau préannonce. On peut en déduire que les dirigeants n'ont pas résisté à la transaction parce qu'il était possible d'obtenir une meilleure offre de la part de l'acquéreur potentiel ou d'un compétiteur, auquel cas aucun rendement négatif ne serait observé (Dodd, 1980). De leur côté, les actionnaires restent peut-être optimistes qu'une nouvelle offre sera présentée, expliquant pourquoi le prix ne retombe pas au niveau préannonce de la transaction (Bradley, Desai et Kim, 1988).

En somme, il semble que l'opposition managériale ne soit pas toujours exercée dans le but de protéger la direction en place. Au contraire, celle-ci est saine lorsqu'elle est utilisée comme outil de négociation et que les dirigeants de la cible ne l'emploient pas avec un zèle tel que la transaction avorte complètement.

### **3. Facteurs ESG**

Les facteurs ESG sont des critères d'évaluation des entreprises basés sur des éléments environnementaux, sociaux et de gouvernance. La gouvernance traite des sujets relatifs à la gestion interne des entreprises. Les facteurs environnementaux et sociaux se rapportent plutôt à la façon dont la firme gère les externalités.

Dans les sections qui suivent, nous traiterons des théories soutenant l'importance de considérer les facteurs ESG dans les décisions financières et comment la littérature a évolué sur le sujet. Nous verrons également comment chacune des théories s'intègre dans le rôle de création de valeur des firmes en portant une attention particulière aux fusions et acquisition.

#### **3.1. De la Gouvernance**

La gouvernance est un pan de la littérature en finance et en management qui étudie les mécanismes qui assurent que les investisseurs obtiennent un retour sur leurs investissements (Shleifer et Vishny, 1997). Dans un monde où tous les intervenants cherchent à maximiser leur profit personnel, comment est-il possible qu'un investisseur fournisse du financement à un entrepreneur, un pur étranger? Pourquoi cet entrepreneur retournerait-il une juste part des bénéfices revenant à l'investisseur alors qu'il pourrait se les approprier? La théorie de l'agence répond en partie à ces questions. Quel rôle la gouvernance a-t-elle joué dans le développement du marché des capitaux modernes?

##### **3.1.1. De la théorie de l'agence**

La théorie de l'agence part de la notion légale du mandat. Par cette transaction, le mandant (ou principal) accorde au mandataire (ou agent) les pouvoirs de poser certains actes ou réaliser certains services en son nom. Dans ce sens, la firme représente une série de contrats de délégation des pouvoirs et de partage des richesses dans le but d'accomplir un objectif (Jensen et Meckling, 1976). L'investisseur délègue à l'entrepreneur qui délègue aux employés ou quelque tiers (Alchian et Demsetz, 1972). Théoriquement, plus l'entreprise est grande, plus la délégation est un mécanisme efficace et économique pour atteindre les objectifs du principal et de l'agent (Fama et Jensen, 1983).

Or, dans toutes relations coopératives entre deux individus ou plus dans laquelle un principal délègue des pouvoirs à un ou des agents, il existe dès lors une relation d'agence. Posant l'hypothèse que tous les individus prenant part à cette relation cherchent à maximiser leur utilité, il est fort possible que l'agent n'agisse pas dans l'intérêt du principal, ceci est particulièrement vrai dans un monde où l'information n'est pas parfaitement symétrique (Ross, 1973).

Dans le cas d'une corporation, il y a une déconnection entre le décideur (le dirigeant) et celui qui supporte le risque lié à ces décisions (l'actionnaire). N'étant pas impliqué dans le processus décisionnel en profondeur, l'actionnaire souffre d'un déficit informationnel par rapport au dirigeant. Dans ce contexte, le dirigeant peut indûment utiliser les ressources de la firme à son avantage puisqu'il ne subit pas nécessairement les conséquences découlant

d'une utilisation non-optimale de celles-ci, sans même que l'actionnaire ne s'en doute (Fama et Jensen, 1983).

Dans la mesure où le principal désire se protéger contre les abus des agents, toute relation d'agence implique un certain degré de surveillance et de ratification de la part du principal dans les actes posés par l'agent. Cependant, les mécanismes de surveillance et de ratification mis en place par le principal dans le but de s'assurer que l'agent agit dans son intérêt ne peuvent être implantés à coût nul. On appelle coûts d'agence tous les coûts engagés pour la surveillance de l'agent, ceux induits par les mécanismes incitatifs ou dissuasifs poussant l'agent à agir dans le meilleur intérêt du principal, ceux générés par les pertes en efficacité (manque à gagner lié à la divergence des intérêts entre le principal et l'agent). Ces coûts peuvent être pécuniaires ou non (Jensen et Meckling, 1976).

En principe, les coûts d'agence réduisent les bénéfices que tirent l'agent et le principal de la relation contractuelle à laquelle ils se sont respectivement engagés. C'est pourquoi tout le défi de la théorie de l'agence consiste à trouver le niveau de coûts d'agence minimum qui maximise à la fois l'utilité du principal et celle de l'agent.

Les mécanismes les plus communs de contrôle des conflits d'agence sont l'audit externe, la compensation incitative, les contrats, les pénalités contre l'agent qui ne remplit pas ses obligations contractuelles et les cadres législatifs ou réglementaires. Dans le cadre de la théorie de l'agence, les droits rattachés aux titres de financement prennent une importance considérable pour l'actionnaire et le créancier de la firme puisque ce sont ceux-ci qui leur donnent le pouvoir d'extraire le rendement de leur investissement. En cas de litige, ce sont ces mécanismes contractuels et légaux qui permettront à un tribunal de forcer l'extraction du rendement. À l'inverse, les dirigeants et les entrepreneurs abandonnent ces droits sur le contrôle de l'entreprise au profit des investisseurs afin d'obtenir du financement (La Porta et al., 1996). Ceci étant, il serait impensable d'éliminer parfaitement les conflits d'agence. En effet, il est impossible d'écrire un contrat qui prévoit le mécanisme de résolution de tous les conflits possibles, sans compter le coût d'application de ce contrat ou encore d'avoir un auditeur de l'auditeur externe (Shleifer et Vishny, 1997; Jensen et Meckling, 1976).

Aussi, la relation entre les bénéfices dont profite l'agent au détriment du principal et les coûts d'agence n'est pas linéaire. Dans le modèle de Jensen et Meckling (1976), une augmentation des dépenses de surveillance réduit la valeur des avantages personnels reçus par l'agent, mais à un taux décroissant. Ainsi, le principal n'engagera ces coûts que s'il peut en tirer un bénéfice plus grand en termes d'utilité. Les mécanismes de gouvernance augmentent la probabilité que l'agent transfère une juste part des bénéfices de l'entreprise au principal, ces mécanismes ne seront mis en place que s'ils permettent d'augmenter l'espérance de gain du principal.

D'une part, les meilleurs mécanismes de gouvernance seront ceux (de surveillance et de ratification) qui sont créateurs de valeur, c'est-à-dire lorsqu'ils diminuent les coûts d'agence liés aux dépenses non désirables davantage que le coût de leur implantation.

D'autre part, ce seront des mécanismes qui inciteront l'agent à transférer une grande partie du rendement aux investisseurs tout en augmentant sa propre espérance d'utilité ou bien que la réduiront s'il ne le fait pas.

### **3.1.2. De la théorie de la réputation**

Kreps (1996) présente également une explication crédible de ce qui pourrait pousser un agent à payer son principal par sa théorie sur la réputation. Cette théorie repose sur trois piliers. D'abord, des situations inattendues peuvent se produire dans toutes transactions et les parties doivent être capables de s'adapter à celles-ci. Ensuite, dans toutes transactions, il y a une hiérarchie, c'est-à-dire que l'une des parties dispose d'une position de pouvoir dans la résolution des problèmes ou conflits. Enfin, chaque partie croit que l'autre est capable d'adaptation aux situations inattendues et d'être équitable lorsqu'elle se trouve en position de supériorité. Les transactions reposeraient donc en partie sur la croyance que le cocontractant remplira ses obligations, s'adaptera et se conduira équitablement. Le fondement de cette croyance provient de la réputation de son cocontractant. Maintenir une bonne réputation deviendrait impératif afin de pouvoir obtenir du financement dans le futur. Prenant pour acquis que les investisseurs potentiels observent le déroulement de la transaction, les agents ont intérêt à maintenir une bonne réputation s'ils veulent pouvoir contracter avec ces derniers et, par conséquent, accroître leur espérance d'utilité. Pour cette raison, ils transfèrent la juste part des bénéfices de l'entreprise au principal.

Plus simplement, l'agent diminue son utilité en retournant tous les bénéfices qu'il doit au principal afin de signaler à la communauté d'investisseur qu'il est digne de confiance et de le choisir comme cocontractant à l'avenir.

Par contre, la théorie de la réputation n'a pas le pouvoir explicatif du modèle découlant de la théorie de l'agence (Shleifer et Vishny, 1997). On peut appliquer les conclusions de Bulow et Rogoff (1989) sur les dettes souveraines ainsi qu'aux marchés des actions d'entreprises. Ces derniers montrent qu'un pays ne fait pas défaut sur sa dette puisqu'il doit pouvoir se refinancer à des conditions acceptables dans le futur. Or, ayant un horizon infini, un pays ne pourrait survivre infiniment sur les gains à court terme qu'il réalise en faisant défaut sur sa dette. Le problème majeur avec le modèle de la réputation est que les conclusions applicables à un pays ne le sont pas pour un agent, qui lui est un particulier ayant une espérance de vie finie. Pour un dirigeant, il est possible que l'espérance d'utilité de contracter dans le futur soit inférieure à celle de faire défaut à ses obligations immédiatement si l'état de la nature le permet (Shleifer et Vishny, 1997).

Donc, si l'on considérait la théorie de la réputation comme valide, les agents pourraient préférer faire défaut à leurs obligations envers le principal. Or, ce n'est pas le cas. Il y a nécessairement une autre raison poussant les pays (les agents dans notre cas) à ne pas faire défaut et ce serait les sanctions légales (Bulow et Rogoff, 1986). La théorie de l'agence prend en compte les notions légales de mandat, du contrat et des normes législatives, c'est pourquoi elle doit être considérée comme supérieure à la théorie de la réputation.



D'un point de vue empirique, une bonne réputation peut se traduire en une baisse du coût du capital. Diamond (1989) montre comment les firmes établissent une bonne réputation à long terme en remboursant systématiquement leurs emprunts à court terme. L'historique de bon payeur (réputation) mènera à une diminution du taux d'intérêt. Au niveau des marchés, elle est liée positivement au sentiment de confiance des investisseurs, ce qui contribue à l'augmentation de la valeur de l'action, soit une diminution du taux d'actualisation (Armitage et Marston, 2008). L'envers de cette médaille est que trop de confiance peut mener à la surévaluation d'un titre (Anginer et Statman, 2010).

La réputation est certainement un élément motivant les firmes à respecter leurs obligations, mais elle n'explique pas le phénomène dans son ensemble (Shleifer et Vishny, 1997). Une bonne réputation peut avoir d'autres effets positifs sur les firmes, nous reviendrons sur cet argument en traitant de la responsabilité sociale des entreprises.

### **3.1.3. Des mécanismes de gouvernance selon la théorie de l'agence**

#### **3.1.3.1. De la protection des investisseurs**

Certains mécanismes de gouvernance s'appliquent à tous les contrats d'investissement, ce sont les normes publiques, soit des cadres légaux mis en place par les autorités législatives et réglementaires à travers le monde. Celles-ci se distinguent des normes privées (ou internes) par le fait qu'elles sont indépendantes de la volonté des cocontractants, elles s'appliquent à tous de façon égale. Via ces cadres, l'agent encourt de graves sanctions s'il ne répond pas à ses devoirs, celles-ci peuvent être pécuniaires ou criminelles. Selon certaines recherches empiriques, desquelles nous traiterons plus loin, ces sanctions seraient les plus efficaces pour astreindre les agents à respecter leurs obligations.

Selon Shleifer et Vishny (1997), le corollaire à l'existence de la finance externe est la protection légale offerte par les cadres législatifs et réglementaires. À la base de cette proposition réside le principe de responsabilité limitée (Alchian et Demsetz, 1972). Selon ce principe l'actionnaire n'est responsable des créances contre la corporation que jusqu'à concurrence de son apport, soit la valeur comptable des actions de l'entreprise. Ainsi, le patrimoine de l'actionnaire est protégé même si l'entreprise connaît des déboires financiers. Un créancier de la firme ne peut légalement forcer un actionnaire à supporter les dettes de la firme en vertu de son seul statut d'actionnaire. Le risque au patrimoine de l'actionnaire se limite donc à la valeur des actions dont il est propriétaire.

Cela réduit énormément les risques encourus par l'investisseur et permet le développement des marchés modernes où les investisseurs n'ont pas à constamment s'inquiéter de la micro-gestion de la firme. Aussi, la dispersion de l'actionnariat a l'avantage de mieux répartir le risque entre les différents actionnaires. Cela a largement contribué à l'expansion des marchés des capitaux dans les grandes économies (Fama et Jensen, 1983).

Cependant, à lui seul, le principe de responsabilité limitée ne peut expliquer l'ampleur du développement du marché des capitaux (Jensen et Meckling, 1976). Il s'agit plutôt d'un ensemble de droits et de mécanismes légaux.

Tel que mentionné précédemment, la corporation peut être vue comme une fiction légale constituée d'un ensemble de contrats interdépendants (Jensen et Meckling, 1976). Il est donc essentiel que les agents puissent avoir recours aux tribunaux lorsqu'ils ont besoin de forcer l'application d'un contrat. Donc, la primauté du droit et l'indépendance judiciaire sont des facteurs importants dans le contrôle des problèmes d'agence. Si on ne peut faire respecter un contrat par le biais des institutions légales des pays, le contrat devient un coût d'agence encouru par le principal et auquel aucune espérance de bénéfice additionnel n'est rattaché. Dans les pays où la primauté du droit est faible, les investisseurs doivent avoir recours à d'autres mécanismes afin de protéger leur investissement. Cela est un frein au développement d'un système financier efficace et prospère (Black, 2000).

### **3.1.3.2. Du conseil d'administration**

Le droit le plus important pour un actionnaire est son droit de vote, qui confère le droit d'élire les membres du conseil d'administration, de ratifier les décisions stratégiques de l'entreprise et de prendre position sur les changements à apporter au capital-actions de la société, entre autres choses. Par contre, le droit de vote est dispendieux à mettre en œuvre, particulièrement dans le cas des sociétés publiques dont l'actionnariat est dispersé entre de nombreux petits investisseurs et quelques actionnaires majeurs (Fama et Jensen, 1983).

Dans certains pays, la procédure pour voter est un tel fardeau que les petits actionnaires n'y prennent pas part de sorte qu'un petit groupe d'initiés contrôle les votes et le résultat est, à toutes fins pratiques, déterminé d'avance (Shleifer et Vishny, 1997).

Ce phénomène pousse les conseils d'administration à être de moins en moins indépendants des dirigeants et celui-ci ne remplit pas pleinement son rôle de contrôle et ratification des décisions de la direction au nom des actionnaires. En d'autres termes, ces conseils d'administration ne s'assurent pas toujours que les dirigeants n'investissent que dans des projets générant de la valeur pour les actionnaires. En conséquence, les entreprises dont le conseil d'administration n'est pas indépendant de la direction tendent à investir moins dans les actifs, en recherche et développement et ont un excédent de capacité de production. Tous ces facteurs rendent les entreprises moins réactives et moins aptes à survivre dans un environnement de compétition globale (Jensen, 1993).

La présence d'un conseil d'administration prouve l'existence de coûts d'agence puisque celui-ci sert à ratifier et à contrôler les décisions des dirigeants (John et Senbet, 1998). Or, pour remplir pleinement son rôle, le conseil doit être indépendant de la direction de l'entreprise. Par contre, si le conseil n'inclut pas de membres de la direction, il devient impossible de faire circuler efficacement l'information. En somme, le conseil d'administration optimal inclut des membres internes permettant d'apporter l'information nécessaire à la prise de décision, alors que les membres externes servent d'arbitres dans la résolution de conflit et veillent à représenter les intérêts du principal (les actionnaires) (Fama et Jensen, 1983). Le nerf de la guerre, dans le cas du conseil d'administration, est de trouver l'équilibre entre membres internes et externes afin de maximiser l'utilité du principal et de l'agent.

### 3.1.3.3. De la concentration de l'actionnariat

Le contrôle exercé par le droit de vote via le conseil d'administration est donc central dans la gestion des coûts d'agence permettant d'atteindre la bonne gouvernance et le marché en reconnaît la valeur à travers le monde (Nenova, 2003). Certains investisseurs tenteront d'acquérir la majorité des droits de vote afin de prendre le contrôle du conseil et de la firme. Cela permet d'éliminer une partie des coûts d'agence en alignant les intérêts de l'entreprise sur ceux de l'investisseur. Dans ce scénario, l'investisseur a un incitatif important à surveiller de près les dirigeants de l'entreprise vu les risques qu'il encourt en y concentrant sa richesse. C'est un moyen beaucoup plus rapide pour contrôler les coûts d'agence que de tenter une action concertée par un grand nombre d'investisseurs. C'est une méthode particulièrement populaire dans les pays où les protections légales des investisseurs sont insuffisantes (Shleifer et Vishny, 1997).

Si la concentration de l'actionnariat a le potentiel de réduire les coûts d'agence pour un petit nombre d'investisseurs, elle peut s'avérer nocive pour l'ensemble de l'économie et un grand nombre de petits investisseurs. Quand les titres sont concentrés dans les mains d'un nombre restreint d'investisseurs, ils tendent à moins circuler, entraînant un faible volume de transactions sur un marché. Un volume d'échange plus faible entraîne une hausse du risque de liquidité, augmentant les taux d'actualisation, diminuant les prix menant à la contraction du marché en entier (La Porta et al., 1997).

La Porta et al. (1997) notent qu'il existe une corrélation significative et négative entre la qualité de la protection des investisseurs et la concentration des titres de propriété d'une firme. Quand la loi ne les protège pas, les investisseurs doivent être puissants pour se tenir debout devant la direction et extraire leur rendement. Donc, la faiblesse des lois de protection des investisseurs pousse ceux-ci à se tourner vers d'autres mécanismes de gouvernance, tel que la concentration de l'actionnariat, afin de se protéger adéquatement.

Notons aussi que la position de dominance d'un investisseur dans le contrôle d'une entreprise peut lui donner un incitatif à exproprier les investisseurs plus petits que lui. Les intérêts de l'actionnaire de contrôle sont rarement alignés avec ceux de la minorité, alors il devient alléchant de détourner les bénéfices de la firme à son avantage, soit par transfert à des sociétés liées, utilisation des actifs de la société à des fins personnelles, embauche de marionnettes, etc (Shleifer et Vishny, 1997).

La Porta et al. (2002) portent leur attention sur la relation entre la protection des investisseurs minoritaires et la valorisation financière des firmes. Ils utilisent le Q de Tobin<sup>1</sup> comme mesure de valorisation d'une firme et étudient la relation de celui-ci avec des index de qualité de la protection des investisseurs construits avec l'aide d'avocats en droit corporatif international. Ils assimilent la force des régimes de protection des investisseurs à une augmentation des coûts d'expropriation encourus par les actionnaires de contrôle. Ils arrivent à la conclusion que plus le coût d'expropriation est grand, moins

---

<sup>1</sup> Le Q de Tobin se définit tel que la valeur d'entreprise de la firme divisé par le coût de remplacement de ses actifs.

les actionnaires majoritaires en sont susceptibles de procéder à une telle opération. En effet, il devient moins cher de distribuer les bénéfices de la firme que de tenter de se les approprier par un stratagème d'expropriation de la minorité. Pour les investisseurs, cela signifie que le risque d'être effectivement exproprié au bénéfice des actionnaires majoritaires est plus faible, ce qui entraîne une diminution du taux d'actualisation sur leur investissement, donc une plus grande valeur pour les titres.

#### **3.1.3.4.Des prises de contrôle et leur impact sur les coûts d'agence**

L'acquisition de bloc de contrôle nous amène à discuter du rôle des fusions et acquisitions dans la gestion des coûts d'agence, soit leur impact sur la gouvernance. La prise de contrôle par de nouveaux investisseurs est une façon efficace de contourner les dirigeants et le conseil d'administration afin de s'approprier le processus décisionnel de l'entreprise (Fama et Jensen, 1983).

Jensen (1988) propose que la motivation principale à l'initiation d'une transaction de fusion et acquisition réside dans les conflits d'agence entre les actionnaires et les dirigeants. Les dirigeants ne retournent pas nécessairement les flux de trésoreries disponibles aux actionnaires, soit les bénéfices après réinvestissement dans tout projet générateur de valeur, sous forme de dividendes. Les dirigeants cherchent à garder le contrôle sur la taille de la corporation en retenant les bénéfices non-répartis. En effet, maintenir la firme au-dessus de la taille maximisant la richesse des actionnaires leur permet de ne pas avoir recours au financement externe en cas de besoin. Un plus grand financement externe exposerait les dirigeants à la surveillance d'un plus grand nombre d'investisseur. Cela réduirait évidemment le contrôle que les dirigeants exercent sur la firme. Quant à eux, les actionnaires préfèrent avoir des dividendes afin de réinvestir dans des projets générateurs de valeur. Ce conflit d'agence rend les actionnaires réceptifs à une offre d'achat.

De l'autre côté, il peut être profitable pour une firme, ayant les flux de trésorerie disponibles nécessaires à une telle transaction, de procéder à une prise de contrôle à des fins synergétiques plutôt que d'investir dans des projets qui ne créent pas de valeur ou de redistribuer aux actionnaires.

Les firmes sujettes à une prise de contrôle performant souvent moins bien que leur industrie et, combiné à des conflits d'agence, elles deviennent des cibles alléchantes sur le marché des prises de contrôle (Shleifer et Vishny, 1997). En somme, une acquisition a le potentiel de résoudre les conflits d'agence en distribuant les flux de trésorerie disponibles aux actionnaires de la cible et de diminuer le risque supporté par les actionnaires de l'acquéreur par le biais de la diversification (Jensen, 1988). Par contre, les programmes de diversification internes ne sont pas créateurs de valeurs puisque que les actionnaires peuvent diversifier leur portefeuille eux-mêmes, à moindre coût. Les programmes de diversification externe seraient le symptôme d'un conflit d'agence plutôt que la solution tel que précédemment discuté à l'occasion de l'opportunisme managérial (Jensen, 1988).

Des conflits d'agence peuvent aussi émerger à l'occasion d'une prise de contrôle du côté de la cible. Il est commun, à l'occasion d'une acquisition, que la direction de la cible soit

évincée par la direction de l'acquéreur qui cherche à consolider son contrôle sur la cible. Quand la prise de contrôle n'est pas hostile, les membres de la direction des deux firmes négocient ensemble l'offre d'achat qui sera proposée aux actionnaires. À cette occasion, les dirigeants de la cible ont une occasion d'améliorer leur sort suite à la transaction. Ils se négocieront un parachute doré, une place dans la nouvelle direction ou tout autre bénéfice personnel afin d'éviter d'être lésés à la suite de la transaction. Les dirigeants de l'acquéreur consentiront ces avantages en échange d'une réduction du prix des actions de la cible et d'une recommandation favorable auprès des investisseurs par les dirigeants de la cible, le tout au détriment de l'actionnaire qui recevra moins d'argent pour ses actions (Hartzell et al., 2004).

### **3.1.4. De l'efficacité de certaines normes de gouvernance interne à l'entreprise**

#### **3.1.4.1. De la rémunération**

La rémunération incitative est l'un des mécanismes de gouvernance les plus populaires pour aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Plus spécifiquement, il s'agit de lier la rémunération du dirigeant à la performance du titre de propriété de la firme. Que ce soit par le biais de bonus, l'octroi d'actions ou d'option d'achat d'action, le dirigeant peut maximiser son utilité en maximisant la richesse de l'actionnaire, en théorie (Shleifer et Vishny, 1997).

En pratique, lier la rémunération des dirigeants à la performance de la firme peut les motiver à prendre plus de risques. Sachant que le rendement est fonction du risque, les dirigeants n'hésiteront pas à augmenter le niveau de risque de la firme dans l'espoir d'augmenter le rendement. Parfois, ils prendront des risques entraînant de forte volatilité sur le titre de la firme, au-delà du niveau qui est désirable pour l'actionnaire. En effet, il semble que les dirigeants ne font pas d'investissement plus important en termes de volume, mais plutôt des investissements ayant une variance plus importante. Cependant, il semble que cette prise de risque mène plus souvent qu'autrement à de grosses pertes qu'à de gros gains pour la firme (Sanders et Hambrick, 2007).

Mais pourquoi la rémunération incitative ne parvient-elle pas à forcer les dirigeants à prendre des décisions qui maximiseront la richesse des actionnaires? Jensen et al. (2004) indique que la rémunération incitative peut induire plus de conflits d'agence qu'elle n'en résout puisque la structure est mal adaptée. D'abord, la rémunération par bonus et options est ajoutée au salaire de base qui lui est fixe. Ce faisant, le dirigeant n'a qu'un incitatif marginal à maximiser la richesse des actionnaires. Ainsi, plus le salaire de base du dirigeant est élevé, moins la rémunération incitative variable a d'impact sur son utilité, si l'on admet que le dirigeant a de l'aversion pour le risque.

Le second problème est que, la plupart du temps, le dirigeant n'a pas à déboursier pour obtenir les options ou les actions qui font partie de la rémunération incitative. Ce qui signifie que peu importe le rendement aux actionnaires, le sien sera toujours infini. De surcroît, les options sont souvent émises alors que l'action est au prix d'exercice ou l'a dépassé. En somme, la rémunération incitative structurée de cette façon ne fait assumer

aucun risque au dirigeant. La fonction décisionnelle de celui-ci reste découplée de l'acceptation du risque, ce qui ne donne pas réellement d'incitatif à adopter une stratégie rendement-risque qui maximisera la richesse de l'actionnaire. Ce problème pourrait être évité si les firmes forçaient les dirigeants à acheter des actions (Jensen et al., 2004).

#### **3.1.4.2. Du conseil d'administration**

Tel que discuté ci-haut, l'indépendance du conseil d'administration a un impact considérable sur la qualité de la gouvernance. En principe, le rôle du conseil d'administration est de surveiller et ratifier les décisions de la direction. En théorie, plus il y a de membres externes à la firme au conseil d'administration, plus celui-ci prendra une action dans le but de maximiser la richesse des actionnaires (John et Senbet, 1998). L'administrateur-membre externe n'a pas d'avantage à détourner les ressources de l'entreprise puisqu'il ne peut en profiter personnellement et ne reçoit pas d'avantage non-pécuniaire lié au contrôle. Aussi, la rémunération des membres du conseil d'administration est indépendante de la valeur de la firme. Cependant, la littérature empirique a du mal à identifier la proportion optimale d'administrateur externe sur le conseil d'administration (John et Senbet, 1998).

Selon Rosenstein et Wyatt (1990), l'annonce de l'ajout d'un membre externe (membre indépendant) au conseil crée une réaction positive sur les marchés et ce même quand le conseil d'administration était déjà constitué majoritairement de membres externes au moment de la nomination. Ce qui tend à supporter l'hypothèse voulant que les membres externes soient nommés dans le but de représenter et de défendre les intérêts des actionnaires.

Toujours selon Rosenstein et Wyatt (1990), la nomination d'un membre interne, soit un dirigeant, peut également générer un rendement anormal positif sur les marchés. La valeur du membre interne réside dans sa connaissance des opérations de la firme et sa capacité à faire circuler l'information entre le conseil et la hiérarchie de la firme. Bien que la moyenne de rendement anormal suite à la nomination d'un membre interne au conseil soit égale à zéro, la nomination d'un membre interne détenant moins de 5% des titres engendre un rendement anormal négativement significatif alors que la nomination d'un membre interne détenant entre 5% et 25% du capital engendrera un rendement anormal positivement significatif. À noter qu'il n'y a pas de réaction statistiquement significative au-delà de 25% de propriété. Cela indique que les investisseurs valorisent la nomination d'un membre interne au sein du conseil d'administration. Cette valeur est augmentée quand le membre en question détient beaucoup d'actions parce que ses intérêts sont alignés avec ceux des autres investisseurs (Rosenstein et Wyatt, 1997).

Ces conclusions renforcent l'idée que le conseil doit atteindre une composition optimale entre membres internes et externes afin de surveiller efficacement la direction et maximiser la richesse des investisseurs tel que décrit par Fama et Jensen (1983).

#### **3.1.4.3. Des clauses contractuelles de protection des investisseurs**

L'article de Wang et Xie (2008) aborde la protection des investisseurs sous l'angle des contrats privés, notamment des statuts et règlements du capital-actions de la firme à l'occasion d'une transaction de fusion et acquisition. Ils concluent qu'une transaction d'acquisition est créatrice de valeur quand l'acquéreur a de bonnes protections internes des investisseurs.

Gompers, Ishii et Metrick (2001) ont montré que les firmes avec moins de clauses anti-acquisitions, donc de meilleures protections des actionnaires, ont une valeur plus élevée. Les clauses anti-acquisition engendrent des coûts d'agence. En effet, ces clauses semblent souvent protéger la direction contre les prises de contrôle et facilite le retranchement managérial. Le retranchement managérial est une situation dans laquelle les dirigeants de la firme s'accrochent au pouvoir que leur position leur procure. Ils emploieront tous les outils à leur disposition afin de protéger leur statut et les bénéfices pécuniaires ou non qu'ils en retirent. Ces clauses peuvent priver les actionnaires du droit de se prononcer sur une opportunité de vendre leurs actions. Autrement dit, ces clauses ne maximisent pas la richesse des actionnaires.

Ceci étant, il ne faudrait pas conclure que les dirigeants ne pensent qu'à s'enrichir aux dépens des investisseurs, en fait la majorité font un excellent travail et ne cherchent qu'à investir dans les meilleurs projets. Burkart, Gromb et Panunzi (1997) se sont intéressés à l'interventionnisme des actionnaires dans la gestion de l'entreprise. Ils trouvent qu'un fort interventionnisme sape les initiatives des dirigeants et du conseil d'administration en réduisant les incitatifs de ces derniers à chercher des projets rentables, menant à une baisse de rendement.

Ces résultats sont intéressants dans le contexte de la montée en puissance des investisseurs activistes clamant défendre les actionnaires contre une direction trop bien enracinée et confortable. En effet, les résultats de Burkart, Gromb et Panunzi (1997) indiquent que les pressions exercées par les investisseurs activistes sont susceptibles de bloquer les efforts d'investissement dans des projets générateurs de valeurs par les dirigeants.

Gilson et Gordon (2013) abondent dans le sens contraire. Ces derniers se placent dans le contexte de l'institutionnalisation de l'épargne via les régimes de retraites, les fonds communs de placement et autres véhicules d'épargne. La montée en puissance de ces intermédiaires financiers a permis de réduire les coûts d'investissement et d'optimiser la prise de risque pour un grand nombre de petits investisseurs. Cependant, ces institutions représentent d'autres agents entre le principal et les dirigeants de la firme, soit de potentiels coûts d'agence supplémentaires. Le modèle d'affaire de ces institutions ne vise pas à contrôler les firmes afin de les pousser à produire de meilleurs rendements, mais bien à repérer les meilleures opportunités d'investissement sur les marchés. Ainsi, les investisseurs institutionnels sous-évalueraient la valeur de leur droit de vote. On note que les investisseurs institutionnels sont rarement proactifs, mais réagissent aux propositions de leurs confrères investisseurs. Les auteurs soutiennent donc que les investisseurs activistes ont un rôle complémentaire dans lequel ils proposent des solutions, alors que les investisseurs institutionnels utilisent leur contrôle pour accepter ou refuser ces solutions.

Cette spécialisation serait une manière efficace de réduire les coûts d'agence supplémentaires liés à la montée en puissance des investisseurs institutionnels.

#### **3.1.4.4. Du cadre légal de la gouvernance**

Les autorités législatives et gouvernementales peuvent faciliter l'attribution de la responsabilité légale et les sanctions qui l'accompagnent en standardisant les contrats privés. Les contrats privés entre les investisseurs et les entrepreneurs sont généralement assez semblables d'une firme à l'autre. Tous contiennent des clauses quant à la divulgation de l'information, les droits de votes, la protection de la propriété des titres, les devoirs de fiduciaire des dirigeants, etc. Ainsi les autorités d'encadrement des marchés peuvent définir des standards qui représentent les attentes minimums de la communauté d'investisseurs et appliquer ces règles (ensemble des lois et règlements encadrant les marchés) au nom des investisseurs (La Porta et al., 2006). Ainsi les petits investisseurs ont la protection à laquelle ils ont droit sans le coût exorbitant de faire appliquer un contrat contre une corporation infiniment plus puissante qu'eux. Par ailleurs, rien n'empêchera les investisseurs de contracter des standards plus élevés. Encore faut-il, que ces standards soient appliqués et que les tribunaux soient indépendants dans la résolution des litiges, tel que nous verrons plus loin.

La Porta et al. (1996) supposent que les dirigeants de la firme agissent dans leur propre intérêt, conformément à la théorie des coûts d'agence. Ils examinent les lois et règlements de protection des investisseurs selon les droits de vote, les protections contre l'expropriation par les actionnaires de contrôle, des règles de reprise de possession par les créanciers et les règles de la faillite en général. Les auteurs trouvent que les régimes de *droit commun* protègent mieux les investisseurs que les régimes de droit civil. Par contre, les régimes de droit civil français protègent moins bien les investisseurs alors que les régimes de droit civil allemands et scandinaves sont dans une catégorie intermédiaire. Cette découverte indique que la qualité des droits et protections n'est pas inhérente aux titres d'investissement, mais plutôt déterminé par les lois d'un pays.

Cependant, les droits et protections législatives octroyés par une nation à eux seuls ne suffisent pas. Il faut aussi examiner si ceux-ci sont adéquatement appliqués par les autorités gouvernementales ou judiciaires. À ce niveau, les régimes de droit civils allemands et scandinaves offrent la meilleure application des règles, les régimes de *droit commun* arrivent second et les régimes de tradition civiliste française en dernier (La Porta et al., 1996).

Un résultat intéressant de La Porta et al. (1996) indique que la richesse d'un pays n'est pas un indicateur de la qualité des protections légales, mais plutôt de la qualité de l'application de ses règles. Or, plus le revenu per capita diminue plus la qualité de l'application des lois diminue.

En outre, La Porta et al. (1997) s'intéressent à la facilité d'accès au financement externe par les firmes et entrepreneurs selon les régimes légaux de protection des investisseurs. Ils confirment qu'un environnement légal qui protège bien les investisseurs, notamment contre



l'expropriation, a un impact direct sur la volonté des investisseurs à acheter des titres d'équité et de dette à l'occasion d'une nouvelle émission. En somme, de meilleures protections des investisseurs mènent à des marchés financiers plus volumineux et impliquant un plus grand nombre d'intervenants.

La Porta et al. (2000) examinent les origines des traditions de droit commun, comparent leur efficacité et cherchent à identifier des pistes de réformes. Poursuivant sur les conclusions de leur article de 1997, ils affirment que les contrats privés sont insuffisants pour assurer la bonne protection des investisseurs et le développement des marchés même si le système judiciaire du pays est efficace. En effet, l'atteinte de ces objectifs passe par un équilibre entre les lois de protection des investisseurs, la réglementation par le gouvernement, les contrats privés et leurs applications par le gouvernement et les tribunaux.

Il est clair que l'autoréglementation des marchés à elle seule est insuffisante pour promouvoir de meilleurs standards de gouvernance et efficacement protéger la communauté d'investisseurs. Les mécanismes de gouvernance, instaurés au niveau national, les plus efficaces sont la protection contre l'expropriation, les normes de divulgation et les mécanismes attribuant la responsabilité légale (La Porta et al., 2006).

#### **3.1.4.5. Du lien entre les normes privées et nationales**

La difficulté à atteindre cet équilibre a été soulignée par Bruno et Claessens (2010). Ils cherchent à établir des liens entre les lois commerciales d'un pays et les mécanismes de gouvernance corporative des entreprises qui y sont domiciliées. Ils ne trouvent pas de différence significative entre la valeur d'une compagnie ayant de hauts standards de gouvernance dans un pays aux lois strictes et celle des entreprises ayant de hauts standards dans un pays aux lois plus flexibles.

Dans la même veine, ils ne trouvent pas de différence dans la valeur d'une compagnie avec de faibles standards de gouvernance par rapport à une autre ayant de hauts standards, lorsque toutes deux évoluent dans un pays où le régime de protection des investisseurs est fort. Par contre, lorsque deux entreprises évoluent dans un pays où le régime de protection est faible, l'entreprise ayant de bonnes normes de gouvernance aura un avantage au niveau du coût du capital.

Donc, ils postulent qu'un faible coût du capital est lié à la bonne gouvernance au niveau de l'entreprise, mais pas à de forts régimes de protection. Les régimes légaux trop stricts auraient un effet négatif sur les entreprises bien gouvernées et un effet neutre sur celles qui sont mal gouvernées.

Il existerait par conséquent un niveau de réglementation optimal en-deçà duquel le manque de bonne gouvernance impacte négativement la valeur des titres et au-dessus duquel le coût de la gouvernance est trop élevé par rapport aux bénéfices que l'investisseur en tire. Cette conclusion rappelle les postulats de Jensen et Meckling (1976) quant à la relation coût d'agence et bénéfices au principal.

Bien que Bruno et Claessens (2010) montrent un certain degré de substitution entre les normes internes et nationales, ils ne discutent pas de l'efficacité relative des systèmes judiciaires, ni de la qualité de l'application des cadres légaux. Ce qui est une lacune dans leur analyse considérant l'importance de l'indépendance judiciaire et l'importance de la standardisation des contrats tel que montré par La Porta et al. (1996 et 2006).

Bris et Cabolis (2008) ont étudié les changements apportés dans la gouvernance d'une firme qui change de nationalité suite à une acquisition. Par leur méthodologie, ils parviennent à faire la différence entre la valeur créée par les normes légales et celle créée par les standards propres à la firme. En effet, les normes légales sont les standards minimums que les firmes doivent respecter. Par contre, rien n'empêche les firmes de se doter, de manière privée, de standards plus élevés.

Ils testent donc l'effet des standards privés par rapport aux normes légales sur la prime payée à l'acquisition. Leurs recherches montrent, comme La Porta et al. (2002), qu'il y a création de valeur lorsqu'une cible est acquise par une firme provenant d'un pays ayant de meilleures normes légales en matière de gouvernance. Ils trouvent également que les standards spécifiques à la firme ont une valeur et que celle-ci est économiquement plus significative que la valeur associée aux normes légales. Or, ce résultat doit être interprété avec précautions puisque les auteurs n'ont pas contrôlé pour la primauté du droit, ni l'exécution des contrats. En effet, l'efficacité du système judiciaire d'un pays peut impacter fortement la valeur réelle des mesures de gouvernance privées. En effet, la valeur créée par les normes de gouvernance internes peut être nulle si l'on se trouve dans un pays où les tribunaux sont susceptibles de ne pas reconnaître ou mettre en œuvre ces protections (La Porta et al., 1996).

#### **3.1.4.6.Des meilleures normes de gouvernance nationales**

Kuipers, Miller et Patel (2009) - KMP - examinent le lien entre l'environnement légal des pays concernés par une transaction de fusion et acquisition internationale et les primes payées à l'occasion de ces transactions. L'étude porte sur des cibles américaines et des acquéreurs provenant de pays étrangers.

Ils arrivent à la conclusion que le rendement de l'acquéreur est positivement corrélé avec la qualité des protections offertes aux actionnaires. Ils trouvent également une relation négative entre le rendement à l'acquéreur et la qualité du cadre de protections légales pour les créanciers.

KMP ont aussi étudié les primes payées par les acquéreurs en fonction de l'état où est domiciliée la cible. Ils ont comparé les firmes domiciliées au Delaware à celles domiciliées ailleurs aux États-Unis. En effet, le Delaware offre un régime de droit corporatif intéressant aux entreprises qui s'y enregistrent à la fois d'un point de vue fiscal, de résolution de conflits corporatifs et de l'anonymat des investisseurs. Ils trouvent que la prime payée pour acheter une firme du Delaware est significativement plus élevée que celle payée pour des comparables ailleurs aux États-Unis. Par contre, les résultats montrent aussi que ces transactions sont destructrices de valeur lorsqu'intégrées au portefeuille de l'acquéreur. Il

semble que les dirigeants étrangers reconnaissent la valeur d'un cadre légal favorable aux corporations, mais ont tendance à en surévaluer les gains potentiels.

À la suite du scandale sur la transparence de l'information financière, notamment Enron en 2001, le congrès américain avait passé la loi Sarbannes-Oxley (adoptée en 2002), supposée obliger les entreprises à adopter de meilleurs standards de divulgation. Or, selon Engle et al. (2007) cette loi n'aurait pas d'effet significatif sur les entreprises ayant de bonnes normes de gouvernance en place et encouragerait les autres à devenir privées afin d'éviter ces coûts. Ainsi, les lois de protection des investisseurs ont un effet bénéfique seulement si elles engendrent des économies de coût du capital plus élevées que les coûts de leur implémentation, exactement comme pour les normes privées (Jensen et Meckling, 1976).

Weitzel et Berns (2006) ont évalué comment la corruption dans un pays peut impacter la prime payée par l'acquéreur étranger d'une firme locale et sur la gouvernance de la firme résultant de l'acquisition. Le tout à l'aide de variables telles que la perception de la corruption, des mesures de contrôle de la corruption, de l'efficacité de la bureaucratie, de la stabilité politique, etc.

D'abord, un niveau élevé de corruption du pays hôte est associé à des primes d'acquisition inférieures. Cela serait explicable par le fait que la corruption est associée à un niveau élevé d'incertitude quant aux barrières et obstacles que pourrait représenter les pratiques d'affaires locales et la bureaucratie. Aussi, la corruption effacerait complètement la position avantageuse des firmes locales en tant qu'initiés sur ces marchés, qu'elles soient acquéreuses ou cibles. L'augmentation d'un point dans l'index de corruption entraînerait une diminution de 3.5 à 6.3% de la prime d'acquisition payée par la firme étrangère, toutes choses étant égales par ailleurs.

Ils notent également que les variables associées à la corruption et au niveau bureaucratique seraient endogènes, l'une entraînant l'autre et vice-versa. Aussi, ces variables prennent plus de valeurs explicatives par rapport aux primes payées lorsqu'elles sont couplées à la stabilité politique et l'origine du régime légal du pays hôte.

Doidge et al. (2007) se demandent pourquoi les caractéristiques spécifiques d'un pays ont un pouvoir explicatif si fort sur la cote de gouvernance alors que les mesures prises au niveau de la firme telles que la taille de l'actif, les opportunités d'investissement ou les caractéristiques liées à la propriété de la firme ont un faible pouvoir explicatif. Ils proposent que le pays où la firme est domiciliée a une grande importance sur la qualité de la gouvernance puisque la domiciliation a une grande influence sur le coût de la bonne gouvernance. Cela s'explique par le fait que les infrastructures nécessaires pour mettre en place de plus hauts standards de gouvernance soient existantes ou non.

À cet effet, Doidge et al. (2007) donnent l'exemple de la vérification externe, dans le cas d'un pays dépourvu d'ordre professionnel comptable crédible. En outre, même si une firme investit dans ses pratiques de gouvernance, les bénéfices qu'elle devrait en tirer peut être considérablement réduit si le système financier de son pays n'est pas suffisamment développé. Pour cette raison, certaines firmes vont s'assujettir aux normes d'un marché

étranger en s'y inscrivant afin de profiter des infrastructures financières de ce pays pour lever des fonds, selon Black (2000).

Suivant le raisonnement de Doidge et al. (2007), les contrats privés visant l'atteinte de meilleurs standards de gouvernance ne sont pas suffisant, le plus important serait le niveau de développement des systèmes financiers et légaux. Or, pour atteindre ce niveau de développement, les régimes légaux sont d'une importance capitale, puisqu'ils représentent les standards minimums auxquels l'ensemble du marché est assujéti. Sans le niveau de développement nécessaire dans un pays, les entreprises qui y sont domiciliées ne peuvent profiter des réductions des coûts de financement liées à la bonne gouvernance. À noter que cette explication cadre bien avec la standardisation des normes de gouvernances tel qu'expliqué par La Porta et al. (2006).

D'après Black (2000), il y aurait deux conditions essentielles au développement d'un système financier efficace dans un pays. La première condition vise à réduire l'asymétrie informationnelle. À cet effet, la structure des marchés, soit l'ensemble des institutions publiques et privées (Bourses, firmes comptables, firmes légales, banques d'investissement, autorité de supervision), doit être suffisamment crédible pour se porter garante de la justesse des informations qui sont divulguées au publique. À cela se greffent les normes légales statuant sur les standards minimums à respecter et sanctionnant le non-respect de ceux-ci.

La seconde condition essentielle se rapporte au contrôle des transactions d'initiés, des conflits d'intérêts et abus de pouvoirs. L'ensemble peut être décrit comme les devoirs de fiduciaire des dirigeants envers les actionnaires. Les investisseurs doivent avoir de bonnes garanties qu'ils ne seront pas lésés par les actions des initiés, c'est-à-dire que les dirigeants prendront des décisions visant la maximisation de la richesse des actionnaires. Or, pour contrôler les opérations d'initiés, la condition de réduction de l'asymétrie d'information (soit, forcer la divulgation) doit être remplie puisque les opérations malhonnêtes des initiés sont faites sous couvert de l'anonymat; dans ce cas, seule la transparence permet de les détecter et les punir. À partir de là, un bon système judiciaire est nécessaire pour appliquer les sanctions prescrites par la loi contre les initiés délinquants.

Lorsque ces deux conditions sont remplies, on peut s'attendre à ce qu'un système financier se développe, tel que décrit par La Porta et al. (1997).

En somme, il semble que la littérature reconnaisse bien que l'environnement légal a un impact sur la valeur des entreprises et sur les décisions d'acquisition à l'étranger. Si l'atteinte de la meilleure gouvernance par l'optimisation des coûts d'agence relève d'une combinaison entre les normes privées et publiques de gouvernance, les caractéristiques légales d'un pays en sont l'assise. Le niveau de développement des organismes de surveillance, l'indépendance judiciaire et la primauté du droit ont un effet déterminant sur le développement des marchés financiers d'un pays.

### **3.1.5. De la transférabilité des normes de gouvernance**

Sachant maintenant que les normes internes et nationales de gouvernance ont un impact sur la valeur de l'entreprise et sur le contrôle des coûts d'agence, il faut se demander si ces normes sont transférables. Est-il possible d'exporter les meilleures pratiques de gouvernances privées? Il s'agit également de déterminer si les normes de gouvernance nationales peuvent avoir une sorte de portée extraterritoriale, forçant des firmes étrangères à opérer selon de meilleurs standards de gouvernance. Enfin, quel rôle les fusions & acquisitions joue-t-elle dans ces transferts?

Martynova et Renneboog (2008) ont étudié le transfert des normes de gouvernance qui se produit lors d'une transaction de fusion et acquisition internationale. En droit international, lorsque le contrôle d'une firme passe à des intérêts étrangers, cette firme prendra la nationalité de l'acquéreur. Alors les règles de gouvernance applicables à l'acquéreur s'appliqueront également à la cible. Les auteurs considèrent deux situations : soit, l'acquéreur est soumis à des règles plus strictes que la cible, on parlera alors de transfert positif, soit l'acquéreur est soumis à des règles plus faibles que la cible, on parlera alors de transfert négatif.

À moyen-long terme, les firmes ayant des standards de gouvernance de faible qualité profitent de l'acquisition par une firme ayant de meilleurs standards puisque la bonne gouvernance se transfère. Lorsqu'une firme ayant de faibles standards de gouvernance est acquise par une firme ayant des standards élevés, le processus est créateur de valeur pour les actionnaires des deux firmes impliquées dans la transaction. Leurs résultats démontrent que les normes de gouvernance publiques s'exportent, et ce, même si le cadre légal dans les pays respectifs des parties à la transaction reste statique.

Les analyses empiriques montrent que le transfert positif des standards de gouvernance existe, mais pas le transfert négatif. Cela s'explique par le fait que la cible, même après la prise de contrôle par une firme soumise à de moins bonnes règles de gouvernance, reste assujettie au droit corporatif local de bonne qualité (Martynova et Renneboog, 2008).

Dans la même veine du transfert de la gouvernance, Wang et Xie (2008) se demandent si l'acquisition d'une firme mal gérée par une firme bien gérée génère plus de valeur que les autres acquisitions. Ils trouvent que la valeur des synergies d'acquisition est positivement corrélée avec la différence de degré de protection des actionnaires entre la cible et l'acquéreur, lorsque ce dernier dispose des meilleures pratiques. Donc, l'acquisition d'une firme mal gérée par une firme bien gérée génère plus de valeur que les autres acquisitions comparables. Ils concluent également que cette différence a un effet positif sur les performances opérationnelles.

Leur résultat montre aussi que les gains associés à la différence de gouvernance entre les firmes sont séparés entre les actionnaires de l'acquéreur et ceux de la firme. Cela leur permet d'affirmer que les normes privées de gouvernance sont également exportables. Cela est sans grande surprise puisque l'acquéreur, en prenant le contrôle de la cible, cherche à y implanter ses propres standards à tous les niveaux et fonctions de la firme (Shleifer et Vishny, 1988).

Bris et al. (2008) se demandent si l'amélioration des règles de gouvernance d'une seule firme a un effet sur l'industrie dans laquelle elle opère. Leur conclusion est à l'effet que l'amélioration de la gouvernance d'une firme suite à une acquisition entraîne une création de valeur sur l'ensemble de l'industrie dans laquelle celle-ci opère. Les auteurs voient deux explications possibles à ce phénomène. D'une part, il est possible que l'amélioration de la gouvernance d'une seule firme pousse ses concurrents à s'adapter, les forçant à améliorer leurs propres standards, soit un effet d'entraînement. D'autre part, si on admet que les marchés ne sont pas parfaitement concurrentiels, c'est-à-dire que les autres firmes ne s'améliorent pas pour rester compétitives, les investisseurs auront tendance à prendre position sur le titre de la firme s'ayant améliorée. En théorie, l'amélioration d'une seule firme peut attirer suffisamment d'investisseurs pour pousser naturellement l'ensemble de l'industrie vers le haut. Bien que leurs hypothèses soient intéressantes, les auteurs ne concluent pas sur la validité de l'une ou l'autre.

Aussi, ils ne trouvent pas de preuves empiriques montrant que l'atteinte d'une meilleure gouvernance soit une fin en soi pour motiver une transaction de fusion et acquisition.

La littérature reconnaît que la bonne gouvernance peut être transférée d'une entreprise à l'autre, soit par acquisition, soit par adaptation à l'environnement concurrentiel.

### **3.2.Des facteurs Sociaux et Environnementaux**

L'aspect gouvernance des critères ESG s'intéresse aux relations économiques directes entre la firme et ses intervenants, soit les parties ayant une relation contractuelle directe avec la firme. La responsabilité sociale des entreprises se concentre sur l'impact qu'ont les firmes sur leur environnement au sens large. Le critère social se rapporte au lien que les entreprises entretiennent avec les communautés, leurs employés et leurs actions vis-à-vis les droits de la personne. Le critère de l'environnement quant à lui traite de l'empreinte écologique des firmes et de leurs politiques de gestion de la pollution ou du gaspillage.

À ce stade, il est impératif de définir la notion d'externalité économique. Une externalité, ou effet externe, existe dès lors que les activités d'un individu A ont un impact sur la courbe d'utilité d'un individu B. En d'autres termes, les activités de l'individu A ont un effet économique sur l'individu B. À noter que cet effet peut être positif ou négatif.

Dans la plupart des cas auxquels nous nous intéresserons, les effets de l'externalité seront négatifs. Par exemple, l'impact sur la santé publique de la consommation de tabac ou les effets sur l'environnement liés à l'utilisation des énergies fossiles. Les politiques que les entreprises mettent en place pour réduire leurs externalités négatives sont des mesures de responsabilité sociale corporative.

Dans cette section, nous décrirons la théorie soutenant l'importance de la responsabilité sociale des entreprises, soulignerons les critiques à son endroit et examinerons les effets économiques des meilleures pratiques socialement éthiques des entreprises.

#### **3.2.1. De la théorie des parties prenantes**

La théorie des parties prenantes a été proposée par Freeman (1984) qui proposait une théorie de gestion qui parviendrait à cartographier la multitude de relations complexes qu'une entreprise entretient avec l'ensemble des intervenants de son environnement. Il s'agit d'optimiser les ressources de la firme dans le contexte des contraintes imposées par ces relations afin de maximiser les bénéfices de cette dernière (Freeman, 1984).

La théorie des parties prenantes se distingue des théories traditionnelles de la firme telle que la théorie de la firme (Jensen et Meckling, 1976) en considérant un grand nombre d'intervenants qui ont des rôles qui ne sont pas toujours convergents. Contrairement à la théorie de la firme, elle ne se limite pas à examiner le comportement des mandataires et des propriétaires de la firme, mais de toutes les parties ayant un impact sur celle-ci (employés, clients, fournisseurs, gouvernement et communauté).

Bien que le concept n'ait été formulé formellement qu'en 1984, les entreprises mettaient en pratique une forme de gestion de parties prenantes bien avant. Dans les années 40 et 50 des firmes telles que Sears, General Electric et Johnson and Johnson identifiaient déjà les quatre parties les plus importantes au succès d'une entreprise. Dans l'ordre : les clients, les employés, la communauté et les actionnaires. En 1950, le Général Robert Wood affirmait que si la firme prenait soin de répondre aux besoins et intérêts des trois premiers groupes, les bénéficiaires directs en seraient les actionnaires. Depuis les années 50, la vision du Général Wood a été supportée dans le monde académique et suivie par nombre d'entreprises (Preston et Harry, 1990). Cependant, il faudra attendre que Freeman publie « A stakeholder approach to strategic management » pour que cet ensemble de principe vague se concrétise en un concept ordonné et généralisable.

### **3.2.1.1. De la définition d'une partie prenante**

Le point de départ de la théorie est l'identification des parties prenantes. Toutes personnes ou groupes ayant un intérêt légitime à participer aux activités de la firme afin d'obtenir un bénéfice. *Prima facie*, il ne devrait pas y avoir d'ordre hiérarchique entre les différents intérêts compétitifs. Toutes les relations entre la firme et les parties prenantes sont bilatérales de sorte que les relations sont symbiotiques et qu'il est possible de tirer des bénéfices de parts et autres de la relation (Freeman, 1984).

L'idée derrière cette égalité *prima facie* entre les parties est qu'une firme visant le succès à long terme doit créer de la valeur pour l'ensemble des intervenants. On ne peut considérer les intérêts de l'un des intervenants de façon isolée au péril de négliger une autre partie qui pourrait négativement impacter le succès de l'entreprise à long terme. Par exemple, réduire la qualité des conditions de travail des employés afin d'augmenter les profits aux actionnaires. Cette tactique correspond bien aux objectifs des théories traditionnelles de la firme, soit la maximisation de la richesse de l'actionnaire (Friedman, 1970). Or, selon la théorie des parties prenantes, cette tactique nuira au succès de la firme à long terme. À court terme, les actionnaires verront les profits augmenter, cependant les employés eux se tourneront vers le marché de l'emploi pour améliorer leur sort. À long terme, le taux de roulement de la main d'œuvre augmentera, du précieux savoir-faire sera perdu et la

productivité sera à la baisse. Le tout entraînera une baisse de rentabilité, invalidant l'objectif initial de maximisation de la richesse (Freeman, 1984).

Cette définition large des parties prenantes permet d'inclure une vaste variété d'intervenants dans le processus décisionnel de la firme. Le gouvernement, les groupes activistes, la communauté, les fournisseurs, les clients, les groupes politiques deviennent ainsi des intervenants aux activités de la firme au même titre que les investisseurs, les dirigeants et les employés.

Bien que cette approche soit efficace d'un point de vue de gouvernance publique (gouvernement, société d'état, groupe politique), elle n'est pas nécessairement transférable à un contexte corporatif. Pour un dirigeant, il serait impossible de gérer une firme si toutes les parties prenantes devaient avoir la même importance. Contrairement aux organismes publiques, le dirigeant doit pouvoir hiérarchiser les parties prenantes selon leur capacité à affecter la firme afin d'assurer la continuité de l'exploitation. En effet, le dirigeant doit accorder plus d'importance aux intervenants ayant un intérêt direct dans le succès de la firme et ayant un impact sur son fonctionnement (Donaldson et Preston, 1995).

Ainsi, d'autres définitions de partie prenante ont été suggérées. Clarkson (1995) propose une définition plus étroite et nuancée. Soit, les parties prenantes sont des personnes ou des groupes ayant une revendication, un intérêt ou un droit de propriété résultant d'une transaction avec la firme ou de l'une de ses activités. Ces revendications, droits et intérêts peuvent être moraux ou légaux.

Dès lors que l'on reconnaît que les intérêts de certains intervenants doivent légitimement primer sur ceux des autres afin d'assurer la survie et le succès de la firme, on parle d'intervenants de premier ordre. Cette catégorie inclut les actionnaires, les créiteurs, les employés, les fournisseurs. Il faut inclure dans cette catégorie les intervenants publics, soit les instances gouvernementales et divers organismes publics soumettant la firme à ses lois et règlements. Les intervenants publics font partie du groupe de premier ordre parce qu'ils ont potentiellement le pouvoir de mettre fin à l'exploitation de la firme si celle-ci refusait de se conformer aux obligations qui leur sont imposées (Clarkson, 1995).

Subsidiairement, les autres intervenants tombent dans la catégorie des parties prenantes de second ordre. Ce sont des individus ou groupes qui peuvent influencer, affecter, être influencés ou être affectés par les activités de la firme. Cependant, ils ne sont pas engagés dans des transactions avec la firme et ne sont pas essentiels à sa survie. Les intervenants de second ordre incluent les groupes activistes, les médias, les concurrents, les communautés, etc (Clarkson, 1995).

Les définitions de partie prenante sont nombreuses dans la littérature et se situent quelque part entre la définition large de Freeman et celle, plus étroite, de Clarkson. L'une permet au dirigeant d'avoir un portrait inclusif et complet de l'écosystème de la firme alors que l'autre lui permet de se concentrer sur les parties prenantes ayant le plus d'importance pour le succès de la firme. Chacune des définitions a ses avantages et inconvénients, par contre on ne peut en arriver à la conclusion qu'une définition est plus juste qu'une autre. La théorie



des parties prenantes est un concept essentiellement contestable de par sa nature normative, il est donc impossible qu'un auteur puisse revendiquer que sa vision du concept est plus définitive que celle d'un autre (Miles, 2012).

### **3.2.1.2. Du rôle des dirigeants**

Essentiellement, la théorie des parties prenantes propose une technique de cartographie des relations entre les intervenants ainsi qu'une stratégie générique visant à optimiser les ressources de la firme dans ce contexte. À ce stade, il faut discuter du dirigeant lui-même, il s'agit de distinguer la personne de son rôle. Le groupe des dirigeants est une partie prenante en soit ayant leurs propres intérêts et un effet évident sur le succès de la firme, tel que nous l'avons abondamment discuté concernant la théorie de l'agence. Le rôle du dirigeant est central dans la théorie des parties prenantes. D'abord, il doit identifier les parties prenantes, leurs intérêts et leur pouvoir relatif afin de prendre des décisions éclairées sur les activités de la firme. Ensuite, il doit choisir les activités de la firme et diriger les ressources de manière bénéfique aux parties prenantes légitimes (Donaldson et Preston (1995)). Étant lui-même une partie prenante, un problème de conflit d'intérêt potentiel se présente. Nous reviendrons sur cet élément du point de vue des critiques à la théorie des parties prenantes.

L'identification des parties prenantes ayant un intérêt légitime est avant tout un processus normatif, soit faisant appel à un jugement de valeur (Miles, 2012). Or, le dirigeant doit être en mesure de prendre des décisions éclairées par des faits objectifs afin d'optimiser l'allocation des ressources de la firme.

Mitchell, Agle et Wood (1997) proposent une approche systématique basée sur une matrice objective des caractéristiques de chacun des intervenants. Leur modèle a comme point de départ la définition large de partie prenante telle que proposée par Freeman (1984) pour ensuite procéder par élimination afin d'aider le dirigeant à concentrer son attention sur les intervenants les plus importants. Il s'agit de qualifier chacun des intervenants selon trois critères qui atténueront l'effet normatif de l'identification des parties prenantes. D'abord, le pouvoir de la partie prenante à influencer la firme. Ensuite, la légitimité de la relation entre la partie prenante et la firme. Finalement, l'urgence de la revendication de la partie prenante.

Les auteurs décrivent le pouvoir dans une relation de parties prenantes comme la capacité de matérialiser les résultats désirés malgré la résistance des autres parties. Les assises du pouvoir peuvent être coercitives, utilitaires ou normatives. Quand une partie impose sa volonté par la violence ou la menace de violence physique, on parle de pouvoir coercitif. Quand une partie exerce du contrôle à l'aide de récompenses ou de privations matérielles ou financières, le pouvoir est dit utilitaire. Enfin, une partie qui contrôle la relation avec les autres intervenants à l'aide de sa position de supériorité morale, par la manipulation émotive ou son prestige exerce un pouvoir dit normatif (Mitchell, Agle et Wood, 1997).

La légitimité d'une partie prenante doit être évaluée indépendamment de son pouvoir, en faisant le contraire on évaluerait l'autorité de l'intervenant, la légitimité à exercer un

pouvoir. La légitimité se définit comme une perception généralisée que les activités de l'individu ou du groupe sont désirables, correctes et appropriées dans le cadre du système social et ses normes. Ainsi, la légitimité peut provenir d'une relation contractuelle, d'une prise de risque, d'un préjudice subit ou à venir, d'une obligation légale ou d'une lésion au sens légal (Mitchell, Agle et Wood, 1997).

Enfin, l'urgence a l'effet de rendre le modèle dynamique, permettant une variation temporelle des rapports de force et d'importance entre les intervenants. L'urgence se définit selon deux attributs. D'abord, la sensibilité quant au temps, soit la mesure dans laquelle l'inaction prolongée du dirigeant quant à la revendication ou la relation avec la partie prenante est inacceptable pour cette dernière. Deuxièmement, l'aspect critique de la revendication ou de la relation, soit l'importance que la partie prenante accorde à sa revendication ou sa relation avec la firme. La somme de ces éléments renseigne le dirigeant sur le degré auquel la partie prenante requiert son attention immédiate (Mitchell, Agle et Wood, 1997).

Aucun attribut, pris indépendamment, ne peut donner à la partie prenante de l'importance, c'est une combinaison des trois qui permettra au dirigeant d'identifier à quel intervenant, il doit accorder son attention pour assurer le succès de la firme. Par exemple, le pouvoir requiert la légitimité pour devenir autorité et l'urgence pour être exercé. D'autre part, la légitimité n'obtient ses droits qu'à travers le pouvoir et une voix à travers l'urgence. Les auteurs insistent sur le fait que les attributs de l'importance sont des variables et non des constantes. C'est-à-dire que le dirigeant doit périodiquement mettre à jour les attributs de chacune des parties prenantes pour avoir une vision claire au moment de prendre une décision. La résultante de l'utilisation consciencieuse du modèle est une carte des relations entre les parties prenantes et la firme. Cette carte est topographique dans le sens où les intervenants les plus importants seront en sailli, représentant leur caractère névralgique quant au succès de la firme (Mitchell, Agle et Wood, 1997).

Le dirigeant doit utiliser cette carte afin d'affecter les ressources de la firme de manière à répondre aux revendications des parties prenantes ou à entretenir les relations avec les parties prenantes les plus importantes. Une affectation optimale des ressources devrait permettre d'assurer la continuité d'exploitation de la firme à long terme et créer de la valeur pour la communauté d'intervenants.

Aussi, le modèle montre bien comment la théorie des parties prenantes pousse les dirigeants à accorder de la valeur à la responsabilité sociale des entreprises en décrivant les liens complexes, mais cruciaux que la firme entretient au-delà de ses relations avec les investisseurs. À travers le prisme de la théorie des parties prenantes, le dirigeant perçoit une collaboration avec la communauté, non pas comme une dépense, mais comme un investissement à long terme.

### **3.2.1.3. De la théorie des parties prenantes et la création de valeur**

Pour avoir un sens du point vu économique, la théorie des parties prenantes doit être en mesure d'expliquer l'existence des firmes comme mécanisme de création de valeur. Plus

simplement, comment la théorie des parties prenantes parvient-elle, en pratique, à créer de la valeur pour les actionnaires? Comment l'investissement dans les parties prenantes se transforme-t-il en rendement à l'actionnaire?

Porter attention aux parties prenantes mène à l'adoption de normes de responsabilité sociale corporative au sein d'une entreprise qui ont le potentiel de réduire les risques qu'elle encourt. En adoptant de meilleures pratiques environnementales, elle diminue son exposition à encourir des pénalités et sanctions gouvernementales pour non-respect d'une réglementation. En instaurant de meilleures normes de santé et sécurité au travail, elle diminue le coût de la main d'œuvre associé aux accidents et maladies professionnelles. En gérant ses rapports avec la communauté et respectant cette dernière, elle s'évite des frictions liées à une mauvaise presse. Tous ces exemples sont associés à une diminution du risque de l'entreprise. Cela se traduit par une diminution du taux d'actualisation ajusté pour le risque. Toutes choses étant égales par ailleurs le prix de l'action devrait augmenter en raison de la diminution du risque, créant de la valeur pour l'actionnaire (Jo et Na, 2012).

L'implémentation de la gestion des parties prenantes mène à l'identification de synergies possibles entre les parties prenantes. Il s'agit de considérer la théorie des parties prenantes comme une stratégie macro, plutôt que micro, soit s'en servir comme un outil donnant une vue d'ensemble de la firme. En effet, l'objectif de création de richesse pour l'ensemble des parties prenantes permet d'atteindre la coopération multilatérale des intervenants. Par exemple, amener un fournisseur à développer un nouveau produit en collaboration avec la firme afin de renforcer la relation. Procéder à un investissement à l'étranger en partenariat avec le gouvernement local afin d'augmenter les chances de succès du projet et diversifier les sources de financement. Instaurer un programme de rémunération des employés permet d'augmenter leur rémunération tout en consolidant leur dévouement personnel à la firme. Coopérer avec les centres de recherche universitaires afin de leur offrir des opportunités de recherche pratique tout en réduisant les coûts de recherche et développement de la firme. Les opportunités de relation mutuellement bénéfiques favorisent la création de co-entreprises, d'alliances et de contrats à long termes. Toutes ces activités sont créatrices de valeur soit parce qu'elles permettent de créer de nouvelles opportunités d'affaires, qu'elles diversifient le portefeuille de projet, réduisent les coûts ou réduisent simplement le risque (Post, Preston et Sachs, 2002).

Considérons les coûts de transactions, soit tous les mécanismes mis en place pour s'assurer qu'une transaction ne porte pas atteinte à la richesse de l'une des parties au contrat. Par exemple, un fournisseur qui investit dans ses actifs pour répondre à la demande d'un client voudra des mécanismes afin que ledit client ne puisse résilier le contrat et que les investissements dans les actifs ne soient vains. L'investisseur qui exige une place au conseil d'administration de la firme pour surveiller son investissement. Les coûts de transaction sont de la friction sur les marchés liés aux mécontentes et aux conflits entre les parties à un contrat (Williamson, 1981). La théorie des parties prenantes permet de considérer les intérêts compétitifs des intervenants lors des transactions de la firme. À cet effet, la gestion sensible des relations entre les parties permet de réduire les mécontentes ou conflits

potentiels. Une augmentation de la confiance entre les parties mène à une diminution des coûts de transactions en réduisant les ressources nécessaires à la création et l'application de mécanismes de sauvegarde des intérêts des parties (Freeman et Evan, 1990).

Enfin, l'implantation de meilleures pratiques de responsabilité sociale corporative apporte aux entreprises une meilleure réputation. Empiriquement, il existe un lien entre la réputation d'une firme et son rendement. Examinons d'abord le prestige d'une firme, Anginer et Statman (2010) ont étudié le rendement des firmes américaines les plus prestigieuses selon un sondage réalisé par *Fortunes* auprès de 3000 dirigeants d'entreprises, leur demandant d'évaluer les firmes de leur industrie respective. Les auteurs découvrent que les entreprises les mieux classées, selon leur prestige, performent en moyenne moins bien que celles classées au bas du palmarès. Cela pourrait s'expliquer par une surévaluation liée à la publication du palmarès par fortune. Ceci étant les firmes au bas de la liste, bien qu'en moyenne plus rentable, présente une forte dispersion au niveau de leur rendement. Donc, une firme prestigieuse est moins rentable, mais aussi moins risquée.

L'aspect de la réputation devient particulièrement intéressant dans le cadre du sujet qui nous occupe quand on s'intéresse à des éléments plus précis que le prestige. Notamment, les relations avec les employés et la responsabilité sociale. Les meilleurs citoyens corporatifs sont des firmes qui appliquent des normes éthiques et socialement responsables. *Business Ethics* publie un palmarès annuel des meilleurs citoyens corporatifs dont les critères utilisés découlent directement de la théorie des prenantes. Le score est évalué selon les forces et faiblesses de la relation de la firme avec les actionnaires, la communauté, les minorités, les femmes, les employés, l'environnement et les clients. Une inclusion sur un palmarès public des entreprises étant les meilleurs citoyens corporatifs induit une réaction statistiquement positive des marchés. La réaction semble se maintenir puisque les actions des meilleurs citoyens corporatifs génèrent un rendement anormal significativement positif à long terme (Filbeck, Gorman et Zhao, 2013).

Du côté des relations avec les employés, *Fortunes* publie une liste intitulée « The best companies to work for ». Les entreprises sont classées selon les résultats d'un sondage adressé à un échantillon aléatoire de 225 de leurs employés. Les questions s'articulent autour de la confiance envers les dirigeants, la fierté d'être employé par la firme et la camaraderie dans leur environnement de travail. En plus du sondage, les firmes doivent soumettre des informations sur les conditions de travail, la rémunération et avantages aux employés. La réaction des marchés à l'inclusion de la firme sur cette liste est positive, mais moindre, mais statistiquement significative. Cependant, il semble que l'effet positif ne se maintienne pas dans le temps (Filbeck, Gorman et Zhao, 2013).

La réputation est intimement liée à la couverture médiatique que reçoit une firme. Il semble que les firmes recevant le moins d'attention médiatique génèrent en moyenne un rendement ajusté pour le risque plus élevé que les firmes faisant l'objet de couverture médiatique. Il y aurait donc une prime de risque associé à la couverture médiatique (Fang et Peress, 2009). Les firmes peuvent faire la manchette pour d'innombrables raisons et une mauvaise presse suite à un mauvais comportement social de la firme en est une.

Lorsque les firmes font l'objet d'attention médiatique en lien avec une mauvaise performance environnementale, elles sont sujettes à voir le prix de leur action diminuer. De plus, cet effet semble assez puissant pour pousser les firmes à adopter de meilleures pratiques environnementales (Jia et al., 2016). Au niveau des groupes d'activistes sociaux, les mouvements de contestation ont également un impact sur la corporation. En effet, les manifestations attirant l'attention médiatique sur les conséquences sociales des activités d'une firme ont un impact négativement significatif sur le prix de l'action de cette dernière. Cet impact engendrerait un effet disciplinaire sur la firme en attirant l'attention de parties prenantes ayant plus de pouvoir et de légitimité sur la firme. Notamment, les actionnaires qui ont subi une diminution de leur richesse peuvent faire pression sur les dirigeants pour redresser la réputation de la firme (King et Soule, 2007).

En somme, la théorie des parties prenantes et son penchant pratique (responsabilité sociale des firmes) sont cohérents avec la maximisation de l'avoir des actionnaires. D'une part, parce qu'il est possible d'en tirer de nouvelles opportunités amenant le développement des affaires. D'autres parts, parce qu'elle permet d'anticiper et minimiser les risques de conflits entre la société et la corporation. En minimisant les risques de conflit, on minimise implicitement leur coût (Heal, 2005).

#### **3.2.1.4. Des critiques à l'encontre de la théorie des parties prenantes**

La théorie des parties prenantes n'est pas encore largement acceptée par la communauté scientifique. Surtout du côté de la recherche financière et économique, on lui reproche de ne pas être en mesure d'expliquer comment l'entreprise parvient à créer de la valeur, d'être trop vague et de manquer d'objectifs clairs à donner aux dirigeants. Cette absence d'objectifs clairs est, pour certains, une ouverture à l'opportunisme managérial.

##### **3.2.1.4.1. Critiques quant à la création de valeur**

La difficulté avec la théorie des parties prenantes est sa conciliation avec l'objectif premier de la firme, soit maximiser la richesse à l'actionnaire. Les critiques indiquent que les études empiriques n'ont pu conclure définitivement à une relation positive et significative entre la responsabilité sociale des entreprises et la performance financière de celles-ci (Hong, Kubik et Scheinkman, 2012).

Pour rejeter les études empiriques qui montrent un lien positif entre la performance sociale et financière d'une entreprise Hong, Kubik et Scheinkman (2012) proposent que les entreprises font le bien parce qu'elles performant bien, pas l'inverse. Ils argumentent que les fonds octroyés à la responsabilité sociale par une entreprise dépendent des contraintes financières de cette dernière. Plus simplement, les entreprises dépenseraient en responsabilité sociale seulement parce qu'elles en ont les moyens. Selon cet optique, les études empiriques montrant un lien entre performance financière et sociale ont un problème d'endogénéité.

Les auteurs posent l'hypothèse que plus une firme est riche, plus elle dépensera dans ses projets de responsabilité sociale. Leurs résultats indiquent qu'il existe une relation inverse

et significative entre la cote de responsabilité sociale d'une entreprise et ses contraintes financières, évaluées selon ses liquidités, le ratio de levier, les flux de trésorerie, etc. Concernant la causalité entre performance financière et sociale, ils font une comparaison entre les scores de responsabilité sociale des entreprises avant et après l'éclatement de la bulle internet. Ils posent l'hypothèse que les firmes non-technologiques contraintes avant la bulle internet augmenteront leur cote de responsabilité sociale relativement aux autres firmes non-technologiques. Le tout étant basé sur des études précédentes montrant la relaxation des contraintes financières des firmes durant la bulle internet. En effet, même les titres non-technologiques recevaient une évaluation excessive (Hong, Kubik et Scheinkman, 2012).

Hong, Kubik et Scheinkman (2012) trouvent que tous les éléments de la cote de responsabilité sociale qu'ils utilisent sont sensibles aux contraintes financières de la firme, sauf pour ce qui est de la gouvernance. Ce résultat est intéressant, disent-ils, parce que la gouvernance est sans doute l'aspect le moins coûteux à changer dans une entreprise. Ils argumentent également que la bonne gouvernance est incompatible avec des dépenses arbitraires décidées par les dirigeants afin d'apaiser certaines parties prenantes. Cet argument sera discuté plus en détail à la section suivante. Enfin, la responsabilité corporative peut-être liée à la performance lorsqu'utilisée comme outil marketing afin de plaire aux consommateurs et augmenter leurs ventes.

Le problème d'endogénéité est légitime selon Hong, Kubik et Scheinkman. Cependant, il ne faudrait pas conclure trop rapidement au rejet de la théorie des parties prenantes sur cette base. En effet, Deng, Kang et Sin low (2013) et Aktas et al. (2011) ont testé une approche alternative pour contourner le problème d'endogénéité. Leur méthodologie repose sur l'étude des fusions et acquisitions qui sont des événements largement non-anticipés par le marché pour mitiger le biais statistique. Ils étudient comment la cote de responsabilité de l'acquéreur et de la cible influence le rendement de la transaction. Selon leur conclusion, il y a création de valeur à long terme lorsque les firmes ont une bonne cote de responsabilité corporative précédant la transaction. Ces résultats éliminent partiellement le problème d'endogénéité et soutiennent la théorie des parties prenantes.

Toutes les critiques ne sont pas aussi tranchantes quant à la théorie des parties prenantes, certaines reconnaissent son utilité dans le monde des affaires. Selon Jensen (2001), la théorie des parties prenantes détourne les dirigeants de leurs obligations envers les actionnaires, soit maximiser leur richesse. À travers le prisme de la théorie de la firme la performance des dirigeants est facile à évaluer et le rôle social de la firme est clair, soit réaliser des profits (Friedman, 1970). Si la valeur de l'avoir des actionnaires augmente, ils ont rempli leur rôle. Or, les objectifs que les dirigeants doivent atteindre dans le cadre de la théorie des parties prenantes ne sont pas définis de manière aussi rigoureuse.

Toujours selon Jensen (2001), la théorie des parties prenantes est avant tout un jugement de valeurs. Elle serait basée non-pas sur le rôle objectif de la firme dans la société moderne, mais sur une conception de la société moderne. Jensen affirme que la théorie des parties prenantes est basée sur le concept de famille ou de tribut parce que les intérêts de tous

doivent être pris en compte mettant le dirigeant au service de plusieurs maîtres. Chacun de ces maîtres a ses propres intérêts et définit ses objectifs en fonction de ceux-ci.

Jensen (2001) indique que la théorie des parties prenantes ne peut être considérée comme une alternative viable à la théorie de la firme et son critère de maximisation de la richesse (ou utilité) de l'actionnaire (le mandant) (Jensen et Meckling, 1976) parce qu'elle ne parvient pas à spécifier la raison de l'existence de la firme, ni sa fonction de manière objective. La résultante de ces manquements serait que les firmes qui implantent des méthodes de gestion basées sur la théorie des parties prenantes seront confrontées à de la confusion managériale, des conflits, de l'inefficacité et une baisse de la compétitivité.

Malgré ses critiques, Jensen n'écarte pas complètement la théorie des parties prenantes. Au contraire, il reconnaît toute son importance dans le contexte de la saine gestion d'une firme et de la bonne gouvernance. Il souligne qu'il serait impossible pour une firme de maximiser sa valeur sans aucune considération pour les intervenants de son environnement. On ne peut créer de valeur à long terme en ignorant ou maltraitant les intervenants majeurs. Il propose donc ce qu'il appelle la maximisation éclairée de la valeur (Enlightened Value maximisation).

Si la maximisation de la valeur de l'avoir des actionnaires est un objectif clair et précis, ce n'est pas une stratégie ou une vision en soi. Il faut donner une structure et de la motivation à ceux qui devront atteindre l'objectif de maximisation de la valeur. Aussi, il faut éviter le piège de la maximisation de la performance financière immédiate au détriment de la pérennité de la firme. C'est là que la théorie des parties prenantes intervient. Les enseignements de la théorie des parties prenantes devraient être utilisés pour identifier à quels intervenants les dirigeants doivent prêter attention afin de créer de la valeur à long terme. Cependant, il y a un coût au développement de cette stratégie et à amener tous les intervenants à y participer. Or ce coût est nécessairement supporté par les actionnaires de la firme (Jensen, 2001).

Les critiques à la théorie des parties prenantes ont tendance à voir les intérêts des parties prenantes comme étant en conflit avec les intérêts des actionnaires. Selon ces critiques, la théorie des parties prenantes et ses implications entraînent nécessairement un coût pour les actionnaires (Friedman, 1970). Freeman et al. (2010) se porte à la défense de la théorie des parties prenantes en indiquant que les firmes n'ont pas un revenu fixe qui doit être distribué entre les intervenants. La firme a des ressources à allouer de manière à générer un profit. Or, la théorie des parties prenantes suggère une façon d'allouer ces ressources dans le but d'optimiser les profits qui seront ensuite distribués aux actionnaires. Freeman souligne que le simple fait d'accorder de l'importance aux parties prenantes peut ouvrir des opportunités d'affaires précédemment indisponibles à la firme (voir section 3.2.1.3.)

#### **3.2.1.4.2. Parties prenantes et coûts d'agence**

L'une des critiques les plus récurrentes à l'endroit de la théorie des parties prenantes est faite à travers le prisme de la théorie de l'agence. Selon ces critiques, la théorie des parties

prenantes, lorsque mise en pratique au sein d'une firme, favoriserait l'opportunisme managérial.

En effet, un dirigeant qui cherche à tirer un bénéfice personnel de sa position au sein de la firme ou à renforcer son rôle peut potentiellement utiliser la théorie des parties prenantes à son avantage. Ces critiques s'appuient sur le manque de clarté au niveau des objectifs de la théorie des parties prenantes. Avec des objectifs vagues, les dirigeants ont tout le loisir de détourner les ressources sans qu'ils aient à en supporter la responsabilité (Jensen, 2001).

Un dirigeant peut favoriser des parties prenantes au détriment des actionnaires pour bien des raisons, et de bien des manières. Soit en transférant des fonds ou en accordant des faveurs à des individus ou groupes auxquels il est lié afin de recevoir quelque récompense personnelle. Plus simplement, ils peuvent chercher à consolider leur pouvoir au sein de la firme. C'est-à-dire entrer dans une sorte de collusion avec les employés, la communauté, les clients ou les fournisseurs afin de se protéger des mécanismes de discipline interne. Augmenter les coûts en responsabilité sociale de la firme peut également être un moyen de réduire la profitabilité de la firme afin de se soustraire à de potentielles offres d'achat (Surroca et Tribo, 2008).

Au niveau empirique, il semble que le retranchement managérial ait un effet positif sur les investissements en responsabilité sociale. Ainsi, un dirigeant peut utiliser la responsabilité corporative comme moyen de renforcer sa position. Cependant, il n'y a pas d'indication de l'inverse, soit que la responsabilité sociale corporative mène au retranchement managérial (Surroca et Tribo, 2008).

À cette critique, Freeman et al. (2010) rétorquent simplement que les grands scandales corporatifs ou de fraudes envers les marchés ont été perpétrés sous la bannière de la maximisation de l'avoir des actionnaires. Il soutient que toute théorie financière ou managériale se heurtera tôt ou tard aux menaces que posent les individus malhonnêtes. Selon cette réponse, il y a lieu de croire que les dirigeants endossent une responsabilité plus grande sous la théorie des parties prenantes parce qu'ils doivent rendre des comptes à un grand nombre d'intervenants.

### **3.2.2. De l'impact économique de la responsabilité corporative**

Les débats théoriques font rage depuis longtemps quant à la capacité de la responsabilité sociale corporative à créer de la valeur pour les actionnaires. Quoiqu'il en soit, il est indéniable que l'investissement socialement responsable gagne en popularité. Le nombre de fonds négociés en bourse, portefeuilles responsables et de fonds discrétionnaires spécialisés a explosé durant les dernières années. En 2010, il y avait pour \$3.07 trillion et €5 trillion en investissement responsable respectivement aux États-Unis et en Europe (Von Wallis et Klein, 2015).

Les éléments traditionnels de l'analyse financière, soit les liquidités, le risque et le rendement doivent maintenant faire de la place pour un autre critère. De plus en plus, les gestionnaires appliquent le critère de la pérennité aux titres qu'ils sélectionnent, soit un



filtre basé sur la performance sociale et environnementale de la firme dans laquelle ils considèrent investir (Von Wallis et Klein, 2015).

### **3.2.2.1. L'investissement socialement responsable**

L'investissement responsable est une stratégie d'investissement qui filtre les opportunités d'investissement selon des critères de gestion de la pérennité. Il existe plusieurs méthodes pour sélectionner les titres à joindre à un portefeuille responsable. Les premiers véhicules d'investissement responsables utilisaient des filtres négatifs. C'est-à-dire qu'ils partent d'un portefeuille complet, puis retirent les titres qui ne rencontrent pas les critères de socio-responsabilité. La seconde méthode, actuellement la plus populaire, est celle du filtre positif. Le gestionnaire sélectionne les meilleurs titres rencontrant les critères ESG qu'il ajoute au portefeuille. Dans la plupart des cas, les méthodes employées sont un mélange de filtre positif et négatif (Renneboog et al., 2008).

L'ajout des critères socio-environnementaux à la méthode traditionnelle de gestion de portefeuille basée sur la relation entre le risque et le rendement amène inévitablement à limiter l'ensemble des portefeuilles disponibles aux investisseurs. Il est donc possible que les filtres additionnels restreignent les possibilités de diversification. Tel que mentionné précédemment, l'investissement responsable gagne en popularité, on peut donc se demander si les investisseurs basent leurs décisions sur des critères autres que le risque et le rendement. Les investisseurs sont-ils prêts à sacrifier du rendement au nom de leurs convictions?

Il existe à cet effet deux visions compétitives. D'un côté, il serait impossible que les portefeuilles responsables surperforment les portefeuilles conventionnels tout simplement parce que les filtres rendent impossible la sélection d'un portefeuille sur la frontière efficiente basée sur la moyenne-variance, en supposant que cette frontière efficiente traditionnelle exprime la véritable relation liant l'espérance de rendement et le risque des entreprises. De l'autre côté, les portefeuilles responsables pourraient surperforment les portefeuilles conventionnels pour la raison suivante. Une bonne performance ESG signale aux investisseurs de saines pratiques managériales qui entraînera de bons résultats financiers à long terme tout en réduisant leur exposition aux risques de nature sociale ou environnementale (Renneboog et al., 2008).

Or, il semble que la solution à ce problème soit dichotomique, c'est-à-dire une combinaison des deux visions opposées sur l'investissement responsable. Les résultats empiriques de Barnett et Salomon (2006) indiquent qu'il existerait une courbe curvilinéaire entre l'intensité des filtres de responsabilité corporative (variable indépendante) et le rendement ajusté pour le risque (variable dépendante) d'un fond responsable. Quand le nombre de filtres (positifs ou négatifs) augmente, le rendement diminue avant d'atteindre un minimum, puis rebondit alors que le nombre de filtres augmente. Il appert que les filtres réduisent l'éventail de titres à ajouter au portefeuille, forçant les gestionnaires à s'éloigner du portefeuille efficient tel que prédit par les supporteurs du critère de la moyenne-variance. Ainsi les fonds ayant peu de filtres sont en mesure d'offrir un bon rendement

parce qu'ils sont correctement diversifiés. Cependant, passé un certains nombres de filtres, les critères poussent les gestionnaires à sélectionner seulement les firmes qui performant le mieux financièrement en raison de leur saine gestion de la pérennité tel que prédit par la théorie des parties prenantes.

Il existe une importante littérature empirique sur la performance des fonds responsables et les résultats ne sont pas homogènes. En effet, les études ne comparent pas les mêmes types de fonds responsables, n'utilisent pas les mêmes mesures, varient géographiquement, etc. Par contre, il est intéressant d'étudier l'agrégé de ces études à travers les revues de littératures qui en ont été faites.

Renneboog et al. (2008) font la revue de 16 articles sur la performance des fonds responsables. Ils concluent que les fonds responsables américains et britanniques ne créent pas de valeur, mais n'en détruisent pas non plus. Par contre, les fonds responsables européens et asiatiques sous-performent par rapport aux fonds traditionnels indiquant que les investisseurs européens et asiatiques sont prêts à sacrifier une part de rendement au profit de leurs convictions personnelles.

Von Wallis et Klein (2015) couvrent en tout 35 articles empiriques sur la performance des fonds responsables. Ils trouvent que 15 articles concluent qu'il n'y a pas de différence significative de rendement entre les fonds responsables et les fonds conventionnels. Ils mentionnent 6 articles qui indiquent que les fonds responsables sous-performent les fonds conventionnels. Enfin, 14 articles concluent que les fonds responsables surperforment les fonds conventionnels. Ils concluent que la difficulté à comparer les fonds entre eux réside dans la définition des filtres ESG. En effet, il y aurait autant de méthodes de filtration ESG qu'il existe de fonds responsables.

Van Beurden et Gossling (2008) quant à eux répertorient 23 articles indiquant une relation positive entre la performance financière et la performance sociale, 9 articles rapportant une relation non-significative et 2 articles indiquant une relation négative. Les auteurs se font plus tranchants que les autres quant aux débats sur l'impact financier de la responsabilité corporative. Ils affirment que la littérature négative est injustifiable quant à la relation entre la performance financière et la performance sociale des entreprises. Selon eux, la relation est positive.

En somme, il n'est pas encore clair que l'ajout de filtres quant à la responsabilité corporative entraîne une diminution du rendement ou bien une augmentation de celui-ci. Cependant, il est indéniable que l'investissement responsable est plus qu'une tendance. C'est un phénomène qui gagne en popularité et la croissance ne semble pas prête à s'essouffler dans les prochaines années.

Ce qui peut expliquer les gains en popularité des portefeuilles responsables, si ce n'est pas le rendement, il faut peut-être regarder du côté du risque. Il a été décrit en détail à la section 3.2.1.4.1. comment les efforts responsables d'une firme peuvent lui permettre de réduire son risque spécifique. À ce stade, il convient de discuter comment l'investissement socio-responsable affecte le risque systématique. La volatilité d'un titre financier est tout aussi

importante que son rendement attendu puisqu'une forte volatilité, telle que mesurée par son risque systématique, implique un plus grand risque dans le contexte d'investissement et des flux monétaires par conséquent plus vulnérables.

Luo et Bhattacharya (2009) explorent le lien entre la volatilité d'une action et les investissements en responsabilité corporative, recherche et développement et marketing. Ils apportent des preuves empiriques que le titre des firmes plus responsables sont moins volatiles, réduisant le risque idiosyncratique. Cependant, leurs recherches mettent en lumière des résultats intéressants sur le risque systématique. Soit la partie de la volatilité d'un titre qui est associée à la volatilité du marché. Selon leurs résultats une bonne responsabilité sociale rend un titre moins exposé aux fluctuations du marché. Ainsi la responsabilité sociale est créatrice de valeur par sa capacité à réduire à la fois le risque idiosyncratique et systématique.

Ces résultats sur le risque idiosyncratique et systématique sont indépendamment confirmés par Oikonomou et al. (2012), quoique la relation ne soit pas statistiquement significative. Ceux-ci ajoutent qu'une mauvaise performance sociale de la firme est associée à un risque de financement plus élevé. Il est pertinent de noter que les auteurs ont contrôlé pour la liquidité, la taille et le levier de la firme. Cela représente un argument contre la théorie de Hong, Kubik et Scheinkman (2012) voulant que les firmes font le bien parce qu'elles performe bien.

Une explication valable à la fois pour la montée en popularité de l'investissement socio-responsable et du lien entre responsabilité corporative et risque pourrait être liée aux investisseurs institutionnels. Ceux-ci ont un appétit toujours croissant pour les titres socio-responsables. Or, empiriquement, plus les objectifs du fond sont à long terme, plus la proportion de titres responsables détenus est grande (Cox et al., 2004). Cet appétit et la détention à long terme apporte à la fois stabilité et liquidité aux titres des firmes responsables.

L'aspect liquidité est primordial dans l'analyse du risque. Merton (1987) propose l'hypothèse de la reconnaissance de l'investisseur. Cette théorie repose sur la prémisse qu'un investisseur ne peut, en pratique, détenir l'ensemble des titres disponibles sur le marché afin de se diversifier. Ceci implique que l'investisseur se diversifie en détenant un sous-ensemble du marché.

En contexte d'information incomplète, l'investisseur se tournera vers les titres qu'il connaît afin de les détenir dans son portefeuille. En conséquence, la demande pour un titre est une fonction de la proportion des investisseurs informés sur celui-ci. Suivant le raisonnement de Merton (1987), plus le bassin d'investisseurs pour un titre (proportion des investisseurs informés sur le titre) est petit, plus la demande sera faible menant à un prix bas. Toutes choses étant égales par ailleurs, le rendement espéré sur ce titre est plus grand. En somme, il y aurait une prime de risque associée à un petit bassin d'investisseur.

En contexte ESG, l'hypothèse de Merton semble avoir des effets empiriques. Une firme ayant une bonne cote ESG verra son titre bénéficier d'une meilleure liquidité ainsi que d'un

plus grand bassin d'investisseurs. En conséquence, avoir de bonne pratique de responsabilité sociale est une façon d'acquérir de la reconnaissance auprès des investisseurs. Ce faisant, la prime de risque liée au bassin d'investisseur tel que décrit par Merton (1987) diminue (Bertrand et al., 2013).

### **3.2.2.2. De l'impact de la responsabilité sociale sur les fusions et acquisitions**

Deng, Kang et Sin low (2013) estiment que la performance socio-environnementale de la firme peut avoir des impacts importants sur le succès d'une transaction de fusion et acquisition. Selon les prémisses de la théorie des parties prenantes, une firme qui investit en responsabilité sociale est une firme qui considère toutes les parties prenantes majeures dans la gestion de ses affaires. Cette affirmation devient particulièrement importante quant à la phase d'intégration de la cible dans les opérations de l'acquéreur. En effet, les intervenants propres à la cible sont susceptibles de se sentir menacer par la transaction projetée.

Les auteurs posent l'hypothèse qu'un acquéreur ayant une bonne cote de responsabilité sociale accordera assez d'attention à tous les intervenants à l'occasion de la transaction pour faciliter l'intégration de la cible. Ainsi, l'intégration aura plus de chance de succès et le rendement à long terme devrait en bénéficier. Les résultats indiquent qu'il y a une corrélation positive et significative entre la cote de responsabilité sociale de l'acquéreur et le rendement à l'annonce de la transaction, le rendement post-transaction et le rendement à long terme (Deng, Kang et Sin low, 2013).

Aktas et al. (2011) ont étudié comment la performance socio-environnementale de la cible impacte le rendement de la transaction. Leurs résultats indiquent qu'il y a une relation positive entre la cote de responsabilité de la cible et le rendement de la transaction. En effet, chaque point additionnel sur la cote de responsabilité corporative de la cible entraîne un rendement anormal de 0,9% pour les actionnaires de l'acquéreur.

Aussi, selon les supporteurs de la théorie traditionnelle de la firme, les investissements en responsabilité sociale seraient des activités destructrices de valeur. Ainsi, l'acquisition d'une firme ayant une forte performance sociale pourrait être faite pour des motifs disciplinaires. C'est-à-dire réaliser un rendement simplement en désinvestissant dans les efforts socio-environnementaux de la cible. Or, si c'était le cas, la cote de l'acquéreur resterait inchangée après la transaction. Au contraire, suite à la transaction, la cote de l'acquéreur augmente proportionnellement à l'écart entre la cote de la cible et celle de l'acquéreur avant la transaction. En d'autres termes, meilleure était la performance socio-environnementale de la cible, meilleure sera la performance de l'acquéreur après la transaction (Aktas et al., 2011).

En somme, ces résultats indiquent que l'acquisition d'une cible ayant une bonne responsabilité corporative n'est pas réalisée pour des motifs disciplinaires, mais plutôt pour des motifs d'apprentissage (Aktas et al., 2011). Il semble que comme la bonne gouvernance, les meilleures pratiques socio-environnementales soient transférables.

#### **4. Contributions à la littérature en fusion et acquisition**

L'objectif de cette étude consiste à étendre la littérature sur l'effet valeur des critères ESG au contexte du marché international pour le contrôle des firmes. La littérature s'intéressant à ce sujet est limitée, elle offre ainsi un vaste potentiel exploratoire. Il s'agit de tenter de comprendre comment les investisseurs du côté de la cible et de l'acquéreur réagissent à l'annonce d'une transaction de fusion ou acquisition imminente en fonction des cotes ESG de part et d'autre.

Tel que discuté précédemment, il apparaît bien établi dans la littérature que la gouvernance soit un facteur de valeur ajoutée pour une entreprise puisque les mécanismes de contrôle qui en découlent sont favorables aux actionnaires, soit en réduisant les coûts d'agence au sein de la firme et en retournant un maximum de rendement aux actionnaires.

Or, l'effet total de la performance ESG dans son ensemble est moins clair. Les fusions et acquisitions étant un événement corporatif majeur pour une firme, la variation de prix qui en suit l'annonce regorge d'information sur la valeur intrinsèque de la firme et sur la perception du marché quant à son potentiel. Chaque transaction portant sur le contrôle des firmes est une opportunité de vérifier si les investisseurs voient l'aspect ESG de la firme comme une dépense ou un investissement, soit comme destructeur ou créateur de valeur.

## **5. Questionnements et hypothèses**

### **5.1.Hypothèse 1 : La cote ESG et la complétion des transactions**

La première question à laquelle cette étude tentera de répondre est comment la cote ESG affecte-t-elle la probabilité qu'une transaction soit complétée après l'annonce? L'annonce officielle est suivie d'une période de vérification (*due diligence*) de la cible par l'acquéreur. À cette occasion, l'acquéreur inspecte en profondeur les opérations, la gestion des ressources humaines et financières ainsi que les actifs de la cible. Ce processus a deux objectifs principaux. Dans un premier temps, l'acquéreur veut inventorier les risques et problèmes pouvant mener à l'échec de la transaction ou les vices cachés qui pourraient empoisonner le processus à long terme. Dans un second temps, l'acquéreur valide le potentiel synergétique découlant de la combinaison des firmes. Ce potentiel peut provenir d'un pouvoir d'achat plus important, du développement de marché, d'intégration vertical ou d'acquisition d'expertise.

La théorie des parties prenantes peut lier les F&A aux cotes ESG. En effet, celle-ci enseigne que les meilleures pratiques corporatives consistent à considérer toutes les parties ayant un intérêt légitime dans les opérations de la firme (Freeman, 1984). En optimisant ses ressources selon l'ensemble des contraintes imposées par la collectivité des parties prenantes, la firme devrait mieux performer et réduire les risques inhérents à ses opérations.

Spécifiquement, appliqué au concept des fusions et acquisitions, la théorie des parties prenantes implique que les dirigeants de l'acquéreur identifieront les parties clefs au succès de la transaction, soit principalement les employés, les clients, les fournisseurs, les actionnaires et les autorités gouvernementales. Dès lors que l'acquéreur connaît leurs intérêts et pouvoir relatifs, il devient possible d'allouer les ressources afin de s'assurer la coopération des parties (Donaldson et Preston, 1995).

Empiriquement, une bonne cote ESG du côté de l'acquéreur signifie que les chances d'une intégration réussie sont plus élevées (Deng, Kang et Sin Low, 2013). Cependant, il ne semble pas exister de littérature empirique liant les pratiques corporatives à la complétion de la transaction. Comme Deng, Kang et Sin Low (2013) le montrent, une bonne responsabilité sociale, soit l'indicateur de la capacité de l'acquéreur à bien gérer les parties prenantes, est un vecteur de succès à long terme d'une transaction. Cette présente recherche étend Deng et al. (2013) via l'examen des facteurs de succès qui peuvent être à court terme. En particulier, est-ce que de bonnes pratiques de responsabilité corporatives augmentent les probabilités que la transaction soit complétée?

Si une bonne cote ESG est représentative des meilleures pratiques corporatives, on devrait observer qu'une bonne cote ESG du côté de l'acquéreur est associée avec une meilleure capacité à gérer les parties prenantes. Donc, une cote ESG élevée du côté de l'acquéreur devrait également se traduire par de plus forte probabilité de complétion de la transaction.

Du côté de la cible, une bonne cote ESG indique de saines pratiques de gestion réduisant les risques, les problèmes et vices cachés (Heal, 2005). Plus concrètement, cela signifie que la cible est moins exposée aux risques légaux et réputationnels en lien avec ses pratiques environnementales. Au niveau social, il y aurait moins de litiges avec la communauté ou le gouvernement, moins de conflits de travail et une forte image de marque auprès des clients et fournisseurs (Jo et Na, 2012; Post, Preston et Sachs, 2002). Aussi, une bonne cote de gouvernance signifie que les investisseurs de la cible sont mieux protégés contre le retranchement managérial des dirigeants qui pourraient faire échouer la transaction (Gompers, Ishii et Metrick, 2001). Il en découle qu'il existe moins de risques pour que la transaction soit avortée suite à la découverte de problèmes majeurs à la phase de la vérification.

En somme, la théorie des parties prenantes indique qu'une bonne cote ESG du côté de la cible et de l'acquéreur devraient être liées à une plus grande probabilité de complétion de la transaction. Conséquemment, on émet l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 1 : Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance augmentent la probabilité qu'une transaction de fusion et acquisition soit complétée.*

## **5.2.Hypothèse 2 : L'effet-valeur de la cote ESG**

La seconde question porte plus spécifiquement sur l'effet-valeur de la cote ESG. La littérature exposée précédemment montre que la gouvernance a un effet-valeur réel au niveau de la firme (Jensen et Meckling, 1976), et également au niveau du marché dans son ensemble (La Porta et al., 1997). Comme Deng, Kang et Sin Low (2013), l'information contenue dans la forte variation des prix à l'annonce d'une transaction de fusion et acquisition sera analysée afin de distinguer la variation attribuable à la performance environnementale, sociale et gouvernance. Cette étude étudiera les effets autant du point de vue de la cible que de l'acquéreur.

Sachant que les meilleures pratiques corporatives peuvent être considérées comme une expertise transférable (Aktas et al., 2011) et que le phénomène est particulièrement reconnu par la littérature sur la gouvernance (Martynova et Renneboog, 2008; Wang et Xie, 2008), l'acquéreur peut y voir une source de synergie, ceci peut faire augmenter le prix qu'il est prêt à payer pour acquérir le contrôle de la cible (Bradley, Desai et Kim, 1988).

Se basant sur la théorie des parties prenantes, la responsabilité corporative est créatrice de valeur pour plusieurs raisons. D'abord, une bonne performance environnementale réduit les risques légaux liés aux régimes de protection de l'environnement. En effet, une bonne performance environnementale permettrait de réduire le risque lié à l'imposition de pénalités pour non-respect de la réglementation environnementale et assurerait que les autorisations d'exploitation soient accordées en temps opportun (Jo et Na, 2012).

Ensuite, du côté de la performance sociale, la théorie des parties prenantes indique qu'un comportement corporatif responsable permet d'atteindre plusieurs objectifs tactiques et stratégiques désirables pour la firme. D'abord, l'aspect social s'intéresse aux relations avec

la communauté, y compris les relations médiatiques et politiques. De bonnes relations avec la communauté peuvent servir de lubrifiant au processus d'affaires. Soit en facilitant le recrutement, le marketing et l'obtention d'autorisations de la part des autorités locales. La performance sociale est également représentative des relations de travail au sein de la firme. Une bonne performance à ce niveau permet d'améliorer la santé-sécurité au travail, réduisant les accidents professionnels. Elle permet d'avoir de meilleures conditions de travail en général, améliorant le moral des employés. Ces caractéristiques sont censées améliorer la productivité de la firme et lui permettre d'être plus rentable (Freeman, 1984).

Enfin, au niveau de la gouvernance, elle est conforme aux objectifs de la théorie des parties prenantes puisqu'elle s'intéresse à la création de valeur pour une partie prenante de premier ordre, soit les actionnaires. Les meilleures pratiques de gouvernance ont pour but de réduire les coûts d'agence, de facto retournant un maximum de fonds vers les actionnaires. Les méthodes utilisées sont basées sur des idées éthiques dans le sens où elles préviennent l'appropriation illégitime de fonds ou pouvoirs offerts par la firme au profit des dirigeants et au détriment des actionnaires. Or, cette idée de retourner un maximum de fond aux actionnaires est également conforme à la théorie traditionnelle de la firme où l'actionnaire est la seule partie prenante pour laquelle la firme doit créer de la valeur. C'est peut-être pour cette raison que la littérature a de la facilité à reconnaître le potentiel de création de valeur de la gouvernance. Cependant, les meilleures pratiques corporatives ne sont pas implantées en vase clos entre les préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance. Il s'agit d'un ensemble de mesures inter-reliées du point de vue de la théorie des parties prenantes.

Au-delà de la réduction du risque spécifique tel que prédit par la théorie des parties prenantes, il peut être intéressant pour un acquéreur de prendre le contrôle d'une firme afin de réduire son propre risque systématique de marché. Luo et Bhattachararva (2009) (et réitéré par Oikonomou et al. (2012)) ont empiriquement montré que les titres d'une firme responsable jouissent d'une diminution de ce risque systématique. Il se pourrait donc que les acquéreurs voient une opportunité de réduire le risque de leur propre firme, et par conséquent de leur coût du capital, en prenant le contrôle d'une cible responsable. Il se pourrait également que les acquéreurs soient à la recherche de reconnaissance. Comme Merton (1987) l'indique, plus une firme est connue, plus large est son bassin potentiel d'investisseurs et par conséquent, plus faible est son coût de financement par les fonds propres. Or, ce phénomène est empiriquement observable quant aux firmes responsables (Bertrand et al., 2013). De plus, les firmes responsables sont particulièrement populaires auprès des investisseurs institutionnels.

En analysant la variation de prix suite à l'annonce d'une transaction de fusion et acquisition, il faudra observer comment chacune des composantes de la cote ESG impacte la variation au jour de l'annonce. Si les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance sont tous les trois associés à une hausse de prix, c'est que la cote ESG est un ensemble créateur de valeur tel que prédit par la théorie des parties prenantes.



En somme, il s'agit de d'abord tester si la cote ESG dans son ensemble est un vecteur de création de valeur. On émet l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 2.1. : plus les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont globalement élevés, plus la performance anormale suivant la fusion et acquisition sera positive.*

Une réponse positive indiquerait que les principes énoncés par la théorie des parties prenantes sont valides d'un point de vue empirique. Plus précisément, la firme peut créer de la valeur en optimisant ses ressources selon les contraintes de la communauté des parties prenantes. Le cas contraire supporterait la théorie néo-classique (Friedman, 1970) traditionnelle de la firme, soit que les firmes créent de la valeur en optimisant leurs ressources selon les intérêts des actionnaires. Selon cette interprétation, la seule partie prenante légitime est l'actionnaire. Par conséquent, les investissements en responsabilité sociale et environnementale sous optimales et inaptes à maximiser l'utilité des actionnaires. Ceci tant la théorie néo-classique ou moderne de la firme n'est pas en désaccord avec les investissements en gouvernance, ceux-ci visant précisément à développer des mécanismes dirigeant les flux monétaires vers les actionnaires plutôt que vers les administrateurs, dirigeant et employés.

Ensuite, il sera pertinent de passer à la prochaine étape, soit décomposer la cote ESG et mesurer comment chacun des aspects impact la variation des prix. On peut s'attendre à ce que le facteur gouvernance soit associé à une création de valeur significative tel qu'il l'a été maintes fois montré empiriquement (section 3.1.4.). Le résultat sera particulièrement intéressant quant aux facteurs environnementaux et sociaux. On émet l'hypothèse suivante :

*Hypothèse 2.2. : plus les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont indépendamment et spécifiquement élevés, plus la performance anormale suivant la fusion et acquisition sera positive.*

Dans le cas où toutes les composantes sont associées à une création de valeur significative, il s'agirait d'une indication que tous les investissements responsables sont créateurs de valeur. Ainsi, il serait intéressant de voir laquelle des composantes de la cote ESG est associé au meilleur effet valeur. Cela impliquerait également qu'une firme qui a des lacunes quant à un facteur peut potentiellement compenser en investissant dans les autres.

Si au contraire, aucun des facteurs n'est indépendamment significatif, mais que les tests de la première hypothèse l'ont révélée vraie, c'est que les pratiques corporatives sont évaluées comme un ensemble. Or, les entreprises doivent faire des efforts sur tous les fronts pour éviter de contaminer l'ensemble de leurs pratiques corporatives. Rappelons la discussion quant à la réputation des entreprises. Une entreprise dans l'ensemble peut être excellente, mais un seul scandale ou mauvaise attention médiatique peut créer des dommages irréparables à son image (Fang et Peress, 2009).

Dans ces deux premiers cas de figure, les investisseurs considèrent les meilleures pratiques corporatives comme un investissement plutôt qu'une dépense, conformément à la théorie des parties prenantes.

Si, au contraire, seulement la gouvernance est créatrice de valeur, c'est que la théorie de l'agence est correcte et que le marché ne considère pas les meilleures pratiques environnementales et sociales comme créatrices de valeur pour les actionnaires. Ainsi, seulement les pratiques permettant de réduire les coûts d'agence seraient créatrices de valeur. Cela indiquerait que la théorie des parties prenantes n'est pas créatrice de valeur dans le cadre des fusions et acquisitions.

Par contre, si l'hypothèse 1 et l'hypothèse 2 ne sont pas vérifiées pour toutes les composantes ESG, c'est que la théorie financière néo-classique est la plus empiriquement valable. Cela signifierait que dans le contexte des transactions de fusions et acquisitions, les investisseurs n'attribuent pas de valeur aux efforts des entreprises déployés en matière environnementale et sociale. Quant aux meilleures pratiques de responsabilité corporative, les investisseurs les considèrent comme des dépenses destructrices de valeur.

*Hypothèse 2.3. : Une différence positive de l'écart en notation ESG entre l'acquéreur et la cible est liée à la performance anormale positive suivant l'annonce de la transaction.*

Selon la théorie des parties prenantes, il existe une plus-value non négligeable à être une firme responsable. Cependant l'atteinte de ce statut requiert des compétences, une volonté de changement, des ressources et un certain savoir. À n'en pas douter les firmes responsables possèdent ces caractéristiques que nous pourrions assimiler à une sorte d'expertise. En d'autres termes, l'acquisition d'une firme responsable pourrait être une sorte d'acquisition d'expertise pouvant représenter une synergie telle que décrite par Bradley, Desai et Kim (1988).

La distance ESG étant simplement la différence entre la cote de l'acquéreur et celle de la cible, cela implique que, dans le cas où l'acquéreur dispose d'une cote ESG plus élevée que la cible, la distance ESG sera positive. Ainsi une distance ESG positive associée à une création de valeur indiquerait que les prises de contrôle par une firme responsable reposent sur des motivations synergétiques transférables vers la cible. Par le fait même, une telle conclusion soutiendrait la théorie avancée par Bradley, Desai et Kim (1988).

À l'inverse, s'il fallait que la relation soit négative, il faudrait conclure que les motivations à la prise de contrôle par des firmes responsables sont motivées par de potentielles synergies transférables vers l'acquéreur.

Une autre explication possible à l'existence d'une relation négative ou non-significative serait que les acquéreurs soient portés par l'orgueil (Roll, 1986) ou l'opportunisme managérial (Mueller, 1969).

### **5.3.Hypothèse 3 : L'influence des politiques ESG nationales**

Tel que Shleifer et Vishny (1997) et La porta et al. (1997) l'indiquent, le cadre législatif d'un pays quant à la protection des investisseurs, la règle de droit et l'indépendance judiciaire ont un impact direct sur le développement des marchés des capitaux. En effet, la bonne gouvernance stratégique favorise la croissance des marchés, réduit le coût des transactions et encourage les petits investisseurs à faire fructifier leurs économies.

Selon Kuipers, Miller et Patel (2009), empiriquement, les protections aux investisseurs génèrent de la valeur au cours d'une transaction de fusion et acquisition. Il sera intéressant, dans le cadre de cette étude, de (1) constater si les mesures qui seront utilisées permettent de confirmer leurs résultats quant aux politiques nationales de gouvernance, et de (2) tester si les politiques nationales en matières environnementales et sociales sont également créatrices de valeur à l'occasion d'une fusion et acquisition.

Un fort régime de gouvernance stratégique au sein d'un pays peut être créateur de valeur pour les acquéreurs. La liberté de faire affaire et d'investir dans un pays, les politiques favorisant la recherche et développement ainsi que le développement des infrastructures créent plus d'opportunités de générer des ventes. Aussi, la stabilité politique et la lutte à la corruption réduisent le risque politique qu'une firme prend en s'établissant dans un pays. La primauté du droit, l'efficacité bureaucratique, la qualité de la réglementation et la gestion des brevets réduisent le risque légal qu'une firme doit accepter en investissant à l'étranger. La protection des investisseurs protège contre les délits d'initiés, protège le droit de vote et mène à plus de transparence. L'effet combiné des caractéristiques associées à un fort régime de gouvernance stratégique devrait être une diminution du taux d'actualisation utilisé pour évaluer la cible, faisant augmenter sa valeur.

Le contre-argument aux bénéfices supposés de la bonne gouvernance stratégique est que ces politiques sont couteuses à implanter. En effet, un bon cadre réglementaire implique plus de formalités et les organes gouvernementaux chargés de l'application de toutes ces lois doivent être financés. Les coûts supplémentaires sont financés par les impôts et les taxes levées. L'escompte lié au coût fiscal réduira la valeur des actions de la firme.

Si, à première vue, l'effet de la politique de gouvernance au niveau nationale peut sembler intuitif, il en est autrement des cadres sociaux et environnementaux. D'un point de vue de la réputation, il peut être mal vu qu'une firme se positionne dans un pays où les droits humains ne sont pas respectés. Toutefois, ce risque de réputation est principalement applicable aux firmes dont les affaires sont orientées vers la vente et services aux consommateurs. Ces dernières peuvent faire face à une attention médiatique peu enviable ou des pressions de la part des consommateurs les forçant à revoir leurs opérations (King et Soule, 2007).

Dans un pays où les régimes de protection sociale sont forts, le taux d'alphabétisation est haut et le niveau de scolarité moyen élevé (ceci donnent accès à de la main d'œuvre qualifiée pour les entreprises). Aussi, un système de santé fort permet que les gens restent au travail plus longtemps avant la retraite et diminue l'absentéisme pour cause de maladies. Un bon régime quant aux protections des travailleurs peut se traduire par une meilleure

productivité et un plus faible taux d'absentéisme lié aux accidents professionnels. Tous ces bénéfices sont susceptibles d'augmenter l'efficacité des employés de la firme, entraînant un meilleur rendement.

Un fort régime de protections sociales peut être bénéfique pour l'entreprise, cependant, il a un coût qui est généralement supporté par l'employeur. De bons systèmes d'éducation et de santé sont supportés par la levée d'impôts, y compris l'impôt corporatif. Il en va de même pour les protections des droits du travail. En somme, de forts régimes sociaux au niveau national peuvent devenir un coût additionnel qui doit être escompté à la valeur de la firme par une entreprise acquéreuse. Comme l'impôt a un impact direct sur le rendement de l'équité et indirect sur la valeur au marché (parce que le bénéfice net est plus faible), il faut se demander si les programmes sociaux présentent des bénéfices pour les entreprises qui dépassent le coût de l'impôt.

Les mêmes questions se posent quant aux politiques environnementales d'un pays. Opérer dans un pays où les règles de protection environnementale sont laxistes représente un risque pour la réputation d'une firme dont le chiffre d'affaire dépend de l'opinion des consommateurs. Comme mentionné précédemment, ces firmes s'exposent à l'attention des médias et l'activisme des consommateurs (King et Soule, 2007). Cependant, ce risque est plus facile à gérer pour une entreprise œuvrant sur les marchés *business to business*<sup>2</sup>. Aussi, une forte politique environnementale au niveau national signifie que la firme doit obtenir plus de permis pour son exploitation, doit se soumettre à des inspections et est susceptible d'être mise à l'amende. Ces coûts de conformité devraient se refléter dans l'évaluation de la valeur des actions de la cible.

Parmi les avantages possibles d'une bonne politique environnementale au niveau national, on peut compter les bénéfices à la santé publique, une bonne qualité de l'air étant associée à une diminution des risques de maladies chroniques. Tel que déjà mentionné, une population en santé dispose d'une espérance de vie plus longue et est en mesure de travailler plus longtemps. Aussi les politiques environnementales peuvent être créatrices d'emploi particulièrement en matière de recherche et développement, de décontamination et dans le secteur des énergies renouvelables. Quoi qu'il en soit, les tests liés à la responsabilité stratégique des pays représentent une avenue de recherche des plus intéressantes étant donné la difficulté à lier la compétitivité des firmes et des marchés aux coûts sociaux et à la réglementation environnementale (Jaffe et al., 1995).

Suivant ce qui précède posons l'hypothèse 3 suivante:

*Hypothèse 3 : Les bonnes politiques nationales en matières environnementales, sociales et de gouvernance sont créatrices d'une performance anormale positive à l'occasion d'une transaction de fusion et acquisition.*

---

<sup>2</sup> Terme marketing : une entreprise Business to Business fait affaire avec d'autres entreprises exclusivement alors qu'une entreprise Business to Consumer (B to C) fait aussi affaire avec des consommateurs.

## 6. Cadre théorique

### 6.1. Modèles logit et probit

Pour être en mesure de vérifier l'hypothèse 1, les modèles de régression conventionnels ne sont pas suffisants. En effet, il faudra tester l'effet d'une variable continue (la cote ESG) sur une variable discrète binaire (la complétion ou non-complétion de la transaction). Une régression conventionnelle ne serait pas en mesure de donner une estimation valable de la probabilité que l'événement «complétion de la transaction» (1) se produise en fonction de la cote ESG. Un modèle d'estimation par moindres carrés ordinaires (MCO) ne pose aucune restriction quant à la valeur que la variable dépendante peut prendre, il est donc invalide pour décrire une relation dont le nuage de points se concentre à 0 et 1.

Ainsi, la nature binaire de la variable dépendante rend inadéquat l'utilisation d'un modèle d'estimation MCO, qui suppose une distribution normale des termes d'erreur de la régression.

C'est ici qu'interviennent les modèles logit et probit. Ces modèles permettent de trouver la probabilité (ou les chances) d'occurrence d'un événement selon la valeur que prend la variable indépendante. Essentiellement, il s'agit de transformer les prédictions du modèle linéaire en résultats pouvant être interprétés dans un contexte binaire.

Soit une régression linéaire standard,

$$Y = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij} + \mu \text{ où } Y_i \in \mathbb{R} \quad (1)$$

$$\text{Soit la probabilité } P \text{ tel que } P(Y = 1|X_i) = F(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij}) \quad (2)$$

Suivant le modèle logit, on transforme la prédiction par la fonction de répartition logarithmique. Quand on utilise le modèle logit, on assume que la variable est distribuée selon une loi logarithmique (Maddala et Lahiri, 1992).

Soit la transformation logarithmique

$$P(Y = 1|X_i) = \frac{\exp(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij})}{1 + \exp(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij})} \text{ où } Y_i = \begin{cases} 1 \\ 0 \end{cases} \quad (3)$$

Le modèle logit est particulièrement utile pour modéliser les relations non-linéaires. En effet, l'emploi du logarithme naturel produit une courbe de distribution en S, ce qui décrit bien une variable binaire avec des nuages de points concentrés aux points 0 et 1 de l'axe

vertical. En effet, lorsque la prédiction du modèle tend vers  $-\infty$ , le modèle retourne la valeur 0, alors qu'il retourne 1 quand la prédiction tend vers  $\infty$ .

Suivant le modèle probit, on transforme la prédiction par la fonction de distribution cumulative normale (notée  $\Phi$ ) (Maddala et Lahiri, 1992).

Soit la transformation probit

$$P(Y = 1|X_i) = \Phi[\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij}] \text{ où } Y_i = \begin{cases} 1 & \text{si } Y^* > 0 \\ 0 & \text{sinon} \end{cases} \quad (4)$$

Dans le modèle probit,  $Y^*$  fait référence à une variable latente continue sous-jacente à la variable dichotomique observée. Par exemple, la variable dichotomique pourrait être succès ou échec d'une entreprise alors que la variable latente serait les profits ou pertes de l'entreprise qui ont, en pratique, mené à son succès ou son échec. Le modèle probit assume que cette variable latente est normalement distribuée.

Les deux modèles se distinguent par la forme de leur fonction de répartition, les courbes de distribution cumulative normale et de distribution logarithmique sont semblables à l'exception des queues. La distribution logit a des queues plus épaisses, accordant plus d'importance aux événements extrêmes (Amemya, 1981).

Ceci étant, les deux modèles donnent des résultats assez semblables pour que le choix de l'un ou l'autre n'ait pas un impact sur les conclusions tirées. Par mesure de simplicité de l'interprétation, la présente étude se basera sur un modèle d'estimation logit pour réaliser ses premières analyses. La prédiction de l'effet de la variable explicative sur la variation de la variable dépendante est plus facile à interpréter avec le modèle logit puisque l'effet du rapport de chances (odds ratio) est constant (Maddala et Lahiri, 1992) :

$$\frac{\partial}{\partial X_{ij}} \log\left(\frac{P_i}{1-P_i}\right) = \beta_i \quad (4)$$

Dans le modèle logit, le coefficient estimé est le changement attendu dans le ratio «*log-odds*» de la variable dépendante pour une augmentation d'une unité de la valeur d'un prédictor (variable indépendante) lorsque les autres prédictors sont tenus à une valeur fixe. Soit,

$$\text{variation du Odds ratio} = e^{\beta_i \Delta x} \quad (5)$$

Où l'exponentielle du coefficient est le ratio de deux *odds* ou le changement des *odds* pour un changement unitaire du prédictor, toutes choses étant égales par ailleurs.

## 6.2. Rendements anormaux et régression

L'annonce d'une transaction de fusion et acquisition projetée représente une nouvelle information à laquelle le marché doit réagir. L'étude d'événement et de l'ajustement des prix à la nouvelle information se fait par la méthode du rendement anormal proposée par Fama, Fischer, Jensen et Roll (1969). Il s'agit de la méthode la plus fréquemment employée par la littérature pour analyser l'effet des transactions projetées sur les prix.

Cette méthode repose sur le calcul du rendement anormal ou excédentaire noté  $AR_t$ , soit la différence entre le rendement observé noté  $R_{it}$  et le rendement attendu noté  $R_{it}^*$ , tous au temps  $t$  et pour le titre  $i$ .

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}^* \quad (6)$$

Les rendements observés sont ainsi régressés sur les facteurs de risque empiriques du modèle à cinq facteurs de Fama et French (Fama et French, 2015) soit :

$$R_{it} = a_i + b_i(Rm_t - Rf_t) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMW_t + c_iCMA_t + e_{it} \quad (7)$$

Le modèle à cinq facteurs de Fama et French (2015) vise à capturer l'effet de la taille, de la valeur, de la profitabilité et de l'investissement dans les rendements moyens des actions. Dans l'équation décrite ci-dessus, le terme  $(Rm_t - Rf_t)$  représente la différence entre le rendement du portefeuille de marché et le rendement sans risque. Ensuite, la variable  $SMB_t$  est le rendement sur un portefeuille diversifié d'actions de firmes à faibles capitalisations moins le rendement sur un portefeuille diversifié d'actions de firmes à forte capitalisation afin de capturer l'effet taille. La variable  $HML_t$  est la différence entre le rendement sur un portefeuille diversifié d'actions à haut ratio B/M (valeur au livre sur la valeur marchande) et un portefeuille diversifié d'actions à faible B/M. Le ratio B/M est utilisé comme variable d'approximation de la valeur de la firme. La variable  $RMW_t$  sert à capturer l'effet profitabilité et représente la différence de rendement entre des portefeuilles diversifiés d'actions à profitabilité robuste et faible. Enfin, la variable  $CMA_t$  est la différence entre le rendement d'un portefeuille diversifié d'action de firmes à faible investissement et d'un portefeuille de firmes à forts investissements. L'investissement est représenté par la croissance de l'actif.

Comme le modèle est présenté sous sa forme empiriques, les termes  $b_i$ ,  $s_i$ ,  $h_i$ ,  $r_i$ , et  $c_i$  sont respectivement les coefficients associés à  $(Rm_t - Rf_t)$ ,  $SMB_t$ ,  $HML_t$ ,  $RMW_t$ ,  $CMA_t$ , alors que  $a_i$  mesure l'effet de la constante dans la régression. Ces paramètres sont estimés par la méthode des moindres carrés ordinaires.

Enfin, le dernier terme du modèle empirique,  $e_{it}$ , représente l'erreur résiduelle de moyenne nulle. Comme discuté, cette erreur représente la différence entre le rendement observé et

le rendement attendu (prédit par le modèle). Autrement dit,  $e_{it} = AR_{it}$ . Suivant la méthode de Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969) les rendements excédentaires cumulatifs notés  $CAR_i$ :

$$CAR_i = \sum_{t=n}^m AR_{it} \quad (8)$$

Le rendement excédentaire sera la variable dépendante dans les modèles de régression qui serviront à tester l'effet des variables ESG sur le rendement. Le rendement excédentaire sera cumulé sur une période allant de 5 jours ouvrables avant le jour de l'annonce à 5 jours ouvrables suivant celui-ci, pour un total de 11 jours ouvrables.

Dans le cadre de cette recherche, il s'agira d'utiliser un modèle de régression linéaire où la variable dépendante sera les rendements excédentaires cumulatifs observés chez la cible et l'acquéreur à l'annonce de la transaction projetée alors que les variables explicatives seront les composantes de la cote ESG de la cible, de l'acquéreur ou du pays selon l'hypothèse testée.



## **7. Méthodologie**

### **7.1. Variables et données utilisées**

Les données spécifiques aux transactions de fusions et acquisitions ont été extraites de la banque de données Thomson Reuters SDC. En filtrant, les entrées de la base de données pour ne retenir que les transactions qui rencontraient les critères suivants : Transactions annoncées entre 2002 et 2015 (afin de refléter la disponibilité dans la banque ASSET4), transaction de fusion, transaction d'acquisition complète ou partielle, firmes publiques seulement et transaction d'une valeur minimale de 10 M de dollars américains. Le critère de valeur a pour but d'éliminer les entreprises de micro-capitalisation pour lesquelles les données sont moins fiables. Ce premier filtre a permis d'obtenir 8043 transactions.

Les données ESG ont été extraites de la banque de données Thomson Reuters ASSET4. Les données pour chacun des piliers de la cote ESG sont compilées par ASSET4 à partir de mesures spécifiques. Pour le pilier environnemental, les données sont regroupées sous trois thèmes, soit la réduction des émissions, l'innovation des produits et la réduction des ressources employées. Pour le pilier social, les catégories sont la responsabilité envers la clientèle, l'engagement envers la communauté, le respect des droits humains, la diversité de la main d'œuvre, la qualité des emplois, le respect des droits des salariés et la formation offerte à la main-d'œuvre. Enfin, la gouvernance est mesurée selon l'engagement, la structure et la rémunération du conseil d'administration, la capacité de la direction à intégrer vision et stratégie, et sur le niveau de protections offertes aux actionnaires. Une description des points de données utilisés dans la construction de la cote ESG de ASSET4 propre aux firmes est présentée à l'Annexe 1. Notez que la présentation est fidèle aux informations fournies par Thomson Reuters, par conséquent la description est faite en anglais.

ASSET4 calcule la cote ESG d'une firme en s'appuyant sur la moyenne équipondérée de la cote Z obtenue par la firme sur chaque point de mesure. À noter, que les firmes sont comparées à l'ensemble des firmes contenues dans la banque de données, sans discrimination par rapport au secteur ou la domiciliation. Le pourcentage qui en résulte est donc, une mesure relative de performance, normalisée par la cote Z permettant de hiérarchiser les firmes entre elles.

Afin d'extraire des données pertinentes depuis ASSET4, il aura fallu filtrer les 8043 premières transactions en fonction de la disponibilité des données ESG pour l'acquéreur et la cible. Ce second filtre porte le nombre de transactions à 701. Un troisième filtre élimine les transactions pour lesquelles les données ESG n'étaient pas disponibles lors de l'année de l'annonce de la transaction, ce troisième et dernier filtre porte le nombre de transactions dans l'échantillon final à 253. Enfin, des éléments manquants parmi l'ensemble de données a forcé le rejet de 24 transactions additionnelles, portant l'échantillon total à 229 transactions.

La Table 7.1 ci-après présente une analyse des transactions par pays de domiciliation des firmes et par industrie au sein de laquelle œuvre les firmes parties à la transaction.

L'échantillon comprend des acquéreurs en provenance de 31 pays et des cibles de 36 pays, pour un total de 114 transactions transfrontalières et 115 pour lesquelles les firmes ont le même pays de domiciliation. Aussi, 55 industries sont représentées au sein l'échantillon étudié.

**Table 7.1 : Visualisation des transactions par pays et industrie des firmes**

Pays Acquéreur	Pays Cible	Nombre	Pays Acquéreur	Pays Cible	Nombre	Industrie - Transaction	Nombre
Australia	Australia	14	Norway	Norway	4	Advertising & Marketing	1
	Canada	2	<b>Total Norway</b>		<b>4</b>	Agriculture & Livestock	1
	Ireland	1	Poland	Poland	1	Alternative Energy Sources	1
	New Zealand	3	<b>Total Poland</b>		<b>1</b>	Asset Management	5
	Papua New Guinea	1	Portugal	Portugal	4	Automobiles & Components	10
	United Kingdom	1	<b>Total Portugal</b>		<b>4</b>	Banks	20
<b>Total Australia</b>		<b>22</b>	Qatar	Egypt	1	Biotechnology	1
Austria	Austria	3	<b>Total Qatar</b>		<b>1</b>	Broadcasting	8
<b>Total Austria</b>		<b>3</b>	Russia	Australia	2	Brokerage	2
Brazil	Brazil	2	<b>Total Russia</b>		<b>2</b>	Building/Construction	8
	Portugal	2	Singapore	Australia	1	Cable	2
<b>Total Brazil</b>		<b>4</b>		Indonesia	1	Casinos & Gaming	1
Canada	Australia	1	<b>Total Singapore</b>		<b>2</b>	Chemicals	1
	Canada	7	South Africa	South Africa	3	Computers & Electronics Retailing	1
	United States	1	<b>Total South Africa</b>		<b>3</b>	Computers & Peripherals	1
<b>Total Canada</b>		<b>9</b>	South Korea	Australia	1	Construction Materials	4
Chile	Colombia	1		Brazil	1	Credit Institutions	4
<b>Total Chile</b>		<b>1</b>		Canada	1	Discount and Department Store Retailing	1
China (Mainland)	Australia	1		South Africa	1	E-commerce / B2B	1
	Canada	2		South Korea	2	Electronics	2
	China (Mainland)	1		United States	1	Employment Services	1
	Hong Kong	1	<b>Total South Korea</b>		<b>7</b>	Food & Beverage Retailing	5
<b>Total China (Mainland)</b>		<b>5</b>	Spain	Brazil	1	Food and Beverage	9
Colombia	Colombia	1		China (Mainland)	1	Healthcare Equipment	1
<b>Total Colombia</b>		<b>1</b>		France	3	Home Improvement Retailing	1
France	Australia	1		Germany	2	Hospitals	2
	France	5		Poland	1	Household & Personal Products	1
	Germany	1		Spain	9	Insurance	6
	Greece	1		Turkey	3	Internet Software	2
	Spain	1		United States	1	IT Consulting & Services	2
	Sweden	1	<b>Total Spain</b>		<b>21</b>	Machinery	6
	United Kingdom	1	Sweden	United States	1	Metals & Mining	32
	United States	2	<b>Total Sweden</b>		<b>1</b>	Motion Pictures / Audio Visual	1
<b>Total France</b>		<b>13</b>	Switzerland	United Kingdom	5	Oil & Gas	10
Germany	Germany	2		United States	1	Other Consumer Products	2
	Greece	3	<b>Total Switzerland</b>		<b>6</b>	Other Financials	1
	India	1	Taiwan	China (Mainland)	1	Other Industrials	1
	Japan	2		Taiwan	1	Other Real Estate	1
	Spain	3	<b>Total Taiwan</b>		<b>2</b>	Other Retailing	2
	Sweden	5	Thailand	Thailand	2	Paper & Forest Products	1
<b>Total Germany</b>		<b>16</b>	<b>Total Thailand</b>		<b>2</b>	Petrochemicals	3
Greece	Greece	3	United Arab Emirates	Kuwait	1	Pharmaceuticals	5
<b>Total Greece</b>		<b>3</b>	<b>Total United Arab Emirates</b>		<b>1</b>	Power	17
Hong Kong	China (Mainland)	1	United Kingdom	Australia	2	Professional Services	1
	Hong Kong	1		Canada	6	Publishing	1
<b>Total Hong Kong</b>		<b>2</b>		India	3	Real Estate Management	3
India	India	1		Russia	1	Recreation & Leisure	1
	South Africa	1		Spain	1	REITs	7
<b>Total India</b>		<b>2</b>		United Kingdom	6	Semiconductors	4
Italy	Spain	2	<b>Total United Kingdom</b>		<b>19</b>	Software	3
<b>Total Italy</b>		<b>2</b>	United States	Australia	5	Telecommunications Services	5
Japan	China (Mainland)	1		Bermuda	3	Textiles & Apparel	1
	Japan	15		Canada	2	Transportation & Infrastructure	6
	Netherlands	1		Denmark	1	Water and Waste Management	1
	Singapore	1		Germany	1	Wireless	9
	South Korea	1		Ireland	1		
	United States	2		Netherlands	2		
<b>Total Japan</b>		<b>21</b>		South Africa	1		
Mexico	Mexico	1		Spain	1		
	Netherlands	1		United Kingdom	2		
	United States	1		United States	27		
<b>Total Mexico</b>		<b>3</b>	<b>Total United States</b>		<b>46</b>		

Les données sur les risques ESG au niveau national proviennent de Bloomberg Country Risk Index. Cet indice est basé sur quatre piliers, soit l'environnement, la société, la gouvernance stratégique et l'économie. Ce dernier pilier ne sera utilisé que comme valeur de contrôle dans cette étude.

Pour évaluer le pilier environnemental d'un pays, l'indice utilise des données telles que la production de carbone par individu, l'utilisation d'énergies renouvelables contre les énergies fossiles, l'exploitation d'eau potable et la superficie forestière.

Le pilier social est entre-autre évalué selon le taux d'alphabétisation, les dépenses publiques en éducation, la mortalité infantile, le taux d'emplois vulnérables, la répartition des richesses, la proportion de femmes au travail et l'index de développement humain.

Le pilier de la gouvernance stratégique est mesuré en utilisant les indices de liberté d'affaire, de liberté d'investissement, de contrôle de la corruption, de la primauté du droit, de la stabilité politique, des droits du travail et de qualité de la réglementation, pour ne nommer que les plus pertinents.

Les mesures économiques sont liées au produit intérieur brut, à la capitalisation des marchés, au taux d'intérêt, au pouvoir d'achat et aux investissements étrangers directs.

Bloomberg utilise les données provenant de plusieurs sources différentes : *US Department of Energy*, la banque mondiale, *BP Statistical Review*, *Eurostat*, *US Census Bureau*, *Heritage foundation*, KPMG, le Fond Monétaire International, *Bank for International Settlements* et les Nations Unies. Une description des points de données utilisés dans la construction de la cote ESG Country Risk de Bloomberg propre aux pays est présentée à l'Annexe 2. Notez que la présentation est fidèle aux informations fournies par Bloomberg, par conséquent la description est faite en anglais.

Pour chacun des points de mesure, soit les indicateurs de performance, le pays se voit attribué un score. Dépendamment du point de mesure, le score peut être un pourcentage, un ratio ou un nombre. En fonction de ce score, le pays se voit attribué un rang centile le positionnant par rapport à l'ensemble du monde. L'indice est calculé selon le rang centile pour chaque indicateur de performance, par pilier. La cote que le pays reçoit pour un pilier résulte de la moyenne équi-pondérée du rang centile pour chaque indicateur de performance pour le pilier. La cote d'ensemble est la moyenne équi-pondérée de la cote obtenue pour chacun des piliers.

## **7.2. Variables de contrôle**

Les variables de contrôle retenues dans le cadre de cette recherche sont inspirées d'études antérieures utilisant des modèles basés sur la méthode du rendement anormal cumulatif pour étudier les gains synergétiques (Bradley, Desai et Kim, 1988) et sur le transfert de gouvernance (Wang et Xie, 2008), toutes deux en contexte de fusion et acquisitions.

Certaines des variables de contrôle sont spécifiques aux firmes telles que la capitalisation boursière, le ratio valeur comptable sur valeur marchande (B/M), le levier (dette sur équité),

le rendement de l'actif et le rendement sur l'équité. La valeur marchande utilisée pour le calcul du logarithme de la capitalisation boursière est en dollar américain convertie au jour précédent l'annonce de la transaction. Les données comptables représentent les valeurs publiées les plus récentes au jour de l'annonce de la transaction. Toutes les valeurs utilisées (excepté la capitalisation boursière) sont en dénomination domestique et servent à calculer des ratios afin d'éviter d'éventuelles erreurs attribuables à la conversion de devises.

Les autres variables se rapportent plutôt aux caractéristiques de la transaction étudiée. Dans un premier temps, il faut contrôler pour la prime au contrôle de la transaction. Tel que discuté ci-haut, le contrôle des droits de vote a une valeur qui doit être rémunérée. Afin de tenir compte de l'impact du contrôle sur le rendement, une variable binaire sera utilisée pour discerner cet effet : la variable vaut 0 lorsque le pourcentage des actions acquises est sous la barre des 50% et qu'il ne s'agit pas de l'acquisition de l'actionnariat résiduel ou 1 si la proportion acquise est supérieure à 50% ou qu'il s'agit d'une acquisition de l'actionnariat résiduel ou d'une fusion. Nous contrôlerons également pour l'attitude des négociations, 0 lorsque la transaction était faite à l'amiable ou 1 quand elle était non-sollicitée ou hostile.

Enfin, les variables de contrôle pour les caractéristiques nationales ne seront utiles que dans le contexte où la relation entre les politiques nationales et le rendement sera étudiée. Comme l'indice *Bloomberg ESG Country Risk* est construit afin de fonctionner en quatuor (Cote environnementale, sociale, gouvernance et économique), la cote économique incluse avec les données de *Bloomberg*.

### **7.3. Discussion sur les données**

La Table 7.2 ci-après présente les statistiques descriptives de l'ensemble des variables utilisées. On remarque que la moyenne des rendements cumulés anormaux des cibles est de 11% alors que celle des acquéreurs est de -1%. *Prima facie*, ceci indique que les cibles obtiennent un fort rendement positif au moment de l'annonce alors que celui des acquéreurs est faible voire négatif tel qu'établie par la littérature.

Dans un second temps, on remarque aussi que les acquéreurs ont, en moyenne, des scores ESG (ou ses composantes) plus élevés que les cibles.

On remarque également que la variable associée à l'attitude présente une moyenne de 0.19, ce qui indique que les transactions sont le plus souvent négociées à l'amiable.

La Table 7.3 ci-après présente la matrice de corrélation entre les variables utilisées. On remarque qu'il y a un lien positif et significatif entre la capitalisation et les scores ESG (et ses composantes). Ce lien est existant pour les cibles et les acquéreurs. Ceci indique que plus la firme est grande, plus elle investit en responsabilité corporative.

On remarque également qu'il n'y a pas de lien clair et fort entre l'ensemble des caractéristiques ESG d'une firme et les caractéristiques ESG de son pays de domiciliation. Cela indique que la qualité du régime légal a un impact limité quant au comportement adopté par les firmes.

**Table 7.2 : Tableau de statistiques descriptives**

	Observations	Moyenne	Écart-type	Minimum	Maximum
Complétion	229	0.62	0.48	0.00	1.00
CARc	229	0.11	0.17	-0.32	0.76
CARa	229	-0.01	0.09	-0.33	0.45
ESGc	229	51.14	25.09	5.72	93.46
ENVc	229	51.94	33.34	8.59	96.72
SOCc	229	51.55	33.10	3.57	98.36
GOVc	229	49.91	28.13	1.33	95.56
ESGa	229	61.58	24.60	6.14	93.88
ENVa	229	64.18	30.95	8.43	96.85
SOCa	229	65.86	30.05	3.55	98.45
GOVa	229	54.70	28.55	2.08	96.02
ESGNATc	229	51.93	6.06	26.07	62.47
ENVNATc	229	41.54	8.54	11.96	61.79
SOCNATc	229	50.81	7.42	5.41	65.75
GOVNATc	229	66.78	12.49	25.24	83.63
ECONATc	229	47.51	6.70	14.06	59.65
ESGNATa	229	52.61	4.71	26.82	62.10
ENVNATa	229	41.58	8.66	11.96	61.79
SOCNATa	229	51.12	7.04	5.41	65.75
GOVNATa	229	67.91	10.30	40.68	84.81
ECONATa	229	48.62	5.77	29.85	59.65
BMc	229	47.48	368.61	-0.46	5288.99
LEVc	229	3.08	10.26	-34.28	127.68
ROAc	229	0.03	0.10	-0.59	0.33
ROEc	229	0.07	0.60	-6.18	2.60
CAPc	229	22.08	1.48	17.48	25.52
BMa	229	60.51	303.57	-0.29	3178.94
LEVa	229	5.16	24.46	-148.59	311.67
ROAa	229	0.05	0.07	-0.12	0.52
ROEa	229	0.54	4.79	-3.40	70.38
CAPa	229	23.43	1.48	19.37	28.86
CONT	229	0.43	0.50	0.00	1.00
ATT	229	0.19	0.39	0.00	1.00

**Table 7.3 : Matrice de corrélation des variables**

Corrélation	Completion	CARc	CARa	ESGc	ENVc	SOCc	GOVc	ESGa	ENVa	SOCa	GOVa	ESGNATc	ENVNATc	SOCNATc	GOVNATc	ESGNATa	ENVNATa	SOCNATa	GOVNATa	BMc	LEVc	ROAc	ROEc	CAPc	BMa	LEVa	ROAa	ROEa	CAPa	ECONATc	ECONATa	CONT	ATT
Completion	1.000																																
CARc	-0.244***	1.000																															
CARa	0.235***	0.154*	1.000																														
ESGc	-0.167*	0.108	-0.135*	1.000																													
ENVc	0.003	-0.040	-0.085	0.859***	1.000																												
SOCc	-0.100	0.055	-0.122	0.912***	0.802***	1.000																											
GOVc	-0.333***	0.272***	-0.117	0.586***	0.169*	0.312***	1.000																										
ESGa	0.025	0.141*	-0.112	0.387***	0.357***	0.363***	0.185**	1.000																									
ENVa	0.097	0.053	-0.076	0.328***	0.392***	0.363***	-0.016	0.893***	1.000																								
SOCa	0.064	0.101	-0.086	0.323***	0.356***	0.376***	0.002	0.897***	0.842***	1.000																							
GOVa	-0.110	0.200**	-0.117	0.305***	0.123	0.150*	0.493***	0.673***	0.338***	0.354***	1.000																						
ESGNATc	-0.089	-0.011	0.081	0.055	0.007	-0.041	0.186**	-0.011	0.063	-0.077	-0.014	1.000																					
ENVNATc	-0.014	0.053	-0.045	0.061	-0.104	-0.022	0.311***	0.053	-0.019	-0.034	0.193**	0.501***	1.000																				
SOCNATc	-0.002	-0.070	0.056	0.165*	0.242***	0.137*	-0.007	0.067	0.150*	0.084	-0.078	0.688***	0.069	1.000																			
GOVNATc	-0.205**	0.056	0.059	0.028	-0.072	-0.113	0.295***	-0.070	-0.030	-0.169*	0.029	0.826***	0.168*	0.492***	1.000																		
ESGNATa	0.063	0.078	-0.030	0.082	0.039	-0.022	0.200**	0.178**	0.146*	0.088	0.209**	0.489***	0.358***	0.297***	0.413***	1.000																	
ENVNATa	-0.047	0.145*	-0.035	0.192**	0.027	0.052	0.419***	0.131*	0.012	-0.003	0.329***	0.277***	0.464***	0.045	0.223***	0.501***	1.000																
SOCNATa	0.045	-0.081	-0.030	0.146*	0.219***	0.142*	-0.035	0.144*	0.192**	0.202**	-0.050	0.338***	0.095	0.523***	0.205**	0.588***	0.027	1.000															
GOVNATa	0.039	0.076	-0.064	-0.024	-0.094	-0.116	0.184**	0.116	0.036	-0.020	0.280***	0.292***	0.193**	0.090	0.372***	0.687***	0.036	0.211**	1.000														
BMc	-0.050	0.098	-0.003	-0.021	-0.018	0.012	-0.049	-0.127	-0.135*	-0.067	-0.112	-0.102	-0.028	-0.038	-0.175**	-0.018	-0.190**	-0.025	0.107	1.000													
LEVc	0.090	-0.061	0.185**	0.046	0.080	0.043	-0.022	0.077	0.063	0.120	0.005	-0.167*	-0.123	-0.069	-0.172**	-0.235***	-0.159*	-0.050	-0.188**	0.020	1.000												
ROAc	-0.078	0.009	0.013	0.207**	0.197**	0.241***	0.037	0.086	0.063	0.087	0.061	-0.055	-0.040	-0.098	-0.059	0.053	0.061	-0.035	0.035	-0.009	-0.065	1.000											
ROEc	-0.011	-0.013	-0.063	0.046	0.003	0.111	-0.011	-0.005	-0.023	0.043	-0.032	0.013	0.075	-0.047	-0.017	0.025	0.055	-0.006	0.038	0.002	-0.397***	0.340***	1.000										
CAPc	-0.044	-0.181**	-0.142*	0.504***	0.505***	0.589***	0.056	0.221***	0.257***	0.232***	0.050	-0.088	0.012	0.014	-0.203**	-0.147*	-0.035	0.023	-0.178**	0.003	0.013	0.366***	0.175**	1.000									
BMa	0.008	-0.089	0.048	-0.156*	-0.135*	-0.108	-0.130*	-0.144*	-0.045	-0.078	-0.242***	0.021	0.016	-0.034	0.009	-0.044	-0.267***	0.073	0.008	0.119	-0.017	-0.124	-0.023	-0.142*	1.000								
LEVa	-0.023	-0.068	-0.002	-0.067	-0.077	-0.036	-0.044	0.080	0.077	0.051	0.070	0.053	-0.001	0.040	0.056	0.027	0.056	-0.063	0.057	0.022	-0.242***	0.014	0.277***	-0.088	-0.005	1.000							
ROAa	-0.117	0.066	-0.136*	0.105	-0.002	0.064	0.207**	0.010	-0.029	-0.010	0.068	0.082	0.101	0.016	0.110	0.051	0.088	0.031	0.076	-0.067	-0.216**	0.083	0.209**	0.126	-0.121	-0.024	1.000						
ROEa	-0.074	-0.034	0.055	-0.036	-0.027	-0.058	0.004	0.083	0.079	0.038	0.088	0.039	-0.025	0.050	0.057	0.012	0.061	-0.052	0.014	-0.012	0.172**	0.012	-0.152*	-0.168*	-0.021	0.707***	0.011	1.000					
CAPa	0.092	0.066	-0.051	0.281***	0.251***	0.324***	0.074	0.417***	0.439***	0.377***	0.205**	-0.005	0.063	0.004	-0.080	0.057	0.117	-0.017	-0.033	0.007	0.034	0.098	0.112	0.553***	-0.086	0.136*	0.072	0.021	1.000				
ECONATc	0.048	-0.085	0.138*	-0.104	-0.051	-0.090	-0.114	-0.044	0.090	-0.049	-0.159*	0.697***	0.424***	0.237***	0.375***	0.278***	0.101	0.085	0.090	0.012	-0.083	0.059	0.058	0.010	0.075	0.035	-0.010	0.001	0.050	1.000			
ECONATa	0.112	0.069	0.079	-0.095	-0.046	-0.116	-0.062	0.032	0.112	0.033	-0.073	0.276***	0.169*	0.027	0.159*	0.623***	0.373***	0.107	0.186**	0.006	-0.177**	0.083	-0.030	-0.149*	0.030	0.016	-0.091	0.020	0.117	0.453***	1.000		
CONT	-0.779***	0.284***	-0.127	0.138*	0.009	0.090	0.253***	-0.022	-0.100	-0.060	0.115	0.075	0.016	0.032	0.172**	-0.020	0.061	-0.027	0.018	0.060	0.045	0.101	-0.052	0.023	-0.065	-0.026	0.105	0.095	-0.115	-0.075	-0.108	1.000	
ATT	-0.574***	0.263***	-0.128	0.223***	0.076	0.166*	0.312***	0.148*	0.094	0.080	0.198**	0.102	0.138*	-0.015	0.164*	0.068	0.116	-0.008	0.086	-0.061	-0.067	0.146*	-0.021	0.141*	-0.069	0.082	0.132*	0.131*	0.050	-0.025	-0.036	0.506***	1.000

\* $p<0.05$ , \*\* $p<0.01$ , \*\*\* $p<0.001$

## 7.4. Construction des modèles

### 7.4.1. Modèle pour l'hypothèse 1

*Hypothèse 1 : Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance augmentent la probabilité qu'une transaction de fusion et acquisition soit complétée.*

Soit la fonction logistique

$$P(Y = 1|X_i) = \frac{\exp(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij})}{1 + \exp(\beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij})} = F(Z_i) \text{ où } Z_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij} \quad (9)$$

Où  $Y = 1$  signifie que la transaction a été complétée

Posons

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{fi} + \beta_2 BM_{fi} + \beta_3 Lev_{fi} + \beta_4 ROA_{fi} + \beta_5 ROE_{fi} + \beta_6 Cap_{fi} + \beta_7 Cont_i + \beta_8 Att_i + \mu \quad (10)$$

Avec  $i$  l'indice de la transaction;  $f$  représente l'indice de l'entreprise cible (C) ou acquéreuse (A);  $SCORE$  peut prendre les valeurs ESG ou composantes ESG (ENV, SOC, GOV) de la cible ou de l'acquéreur. Le modèle (10) sera alors testé 4 fois pour la cible et 4 fois pour l'acquéreur en remplaçant  $SCORE$  par  $ESG$  ou  $ENV$  ou  $SOC$  ou  $GOV$ .

Où

$ESG_{fi}$  = la cote ESG de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$ENV_{fi}$  = Le score environnemental de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction  $i$

$SOC_{fi}$  = Le score social de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction  $i$

$GOV_{fi}$  = Le score gouvernance de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction  $i$

$BM_{fi}$  = Le ratio valeur comptable sur valeur marchande de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$Lev_{fi}$  = Le ratio de levier l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$ROA_{fi}$  = Le ratio de rendement de l'actif de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$ROE_{fi}$  = Le bénéfice par action de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$Cap_{fi}$  = La capitalisation boursière de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$Cont_i$  = Variable binaire d'acquisition de contrôle dans la transaction  $i$

$Att_i$  = Variable binaire de l'attitude des négociations dans la transaction  $i$

$\mu$  = l'erreur d'estimation

Le modèle (10) vise à évaluer l'impact de la cote ESG de la cible sur la complétion de la transaction et à évaluer l'impact de la cote ESG de l'acquéreur sur la complétion de la transaction.

#### 7.4.2. Modèle pour l'hypothèse 2

*Hypothèse 2.1. : plus les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont globalement élevés, plus la performance anormale suivant la fusion et acquisition sera positive.*

Soit le modèle de régression linéaire :

$$\hat{Y} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{ij} + \mu \quad (11)$$

Se basant sur le modèle de régression linéaire et à partir des rendements anormaux et des rendements anormaux cumulés calculés avec les équations (6), (7) et (8), nous analysons l'hypothèse 2.1 liés aux rendements anormaux cumulés à l'aide du modèle empirique suivant:

$$\widehat{CAR}_{fi} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{fi} + \beta_2 BM_{fi} + \beta_3 Lev_{fi} + \beta_4 ROA_{fi} + \beta_5 ROE_{fi} + \beta_6 Cap_{fi} + \beta_7 Cont_i + \beta_8 Att_i + \mu_{fi} \quad (12)$$

Avec  $i$  l'indice de la transaction;  $f$  représente l'indice de l'entreprise cible (C) ou acquéreuse (A);  $SCORE$  peut prendre les valeurs ESG de la cible ou de l'acquéreur. Le modèle (12) sera alors testé deux fois pour la cible et deux autres pour l'acquéreur en remplaçant  $SCORE$  par  $ESG$ .

$CAR_{fi}$  = Le rendement anormal cumulatif de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction  $i$  pour les 5 jours précédents et suivants l'annonce de la transaction  $i$

$ESG_{fi}$  = la cote ESG de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$BM_{fi}$  = Le ratio valeur comptable sur valeur marchande de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$Lev_{fi}$  = Le ratio de levier l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$

$ROA_{fi}$  = Le ratio de rendement de l'actif de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction  $i$



$ROE_{fi}$  = Le bénéfice par action de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction i

$Cap_{fi}$  = La capitalisation boursière de l'entreprise (cible ou acquéreuse) dans la transaction i

$Cont_i$  = Variable binaire d'acquisition de contrôle dans la transaction i

$Att_i$  = Variable binaire de l'attitude des négociations dans la transaction i

$\mu$  = l'erreur d'estimation

Le modèle (12) servira à analyser l'impact de la cote ESG de la cible sur le rendement anormal de l'acquéreur et l'impact de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal de la cible.

Pour l'hypothèse 2.2.

*Hypothèse 2.2. : plus les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont indépendamment et spécifiquement élevés, plus la performance anormale suivant la fusion et acquisition sera positive.*

Pour l'hypothèse 2.2, toutes les définitions précédentes sont maintenues, sauf que la variable  $SCORE$  peut prendre les valeurs des composantes ESG (ENV, SOC, GOV) de la cible ou de l'acquéreur. Le modèle (13) sera alors testé 6 fois pour la cible et 6 fois pour l'acquéreur en remplaçant  $SCORE$  par  $ENV_i$  ou  $SOC_i$  ou  $GOV_i$ .

$$\widehat{CAR}_{fi} = \beta_0 + \beta_1 SCORE_{fi} + \beta_2 BM_{fi} + \beta_3 Lev_{fi} + \beta_4 ROA_{fi} + \beta_5 Cap_{fi} + \beta_6 Cont_i + \beta_7 Att_i + \mu \quad (13)$$

Où

$ENV_{fi}$  = Le score environnemental de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction i

$SOC_{fi}$  = Le score social de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction i

$GOV_{fi}$  = Le score gouvernance de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction i

La comparaison des résultats pour les différentes variantes du modèle (13) permettra de voir si chacune des composantes de la cote ESG de la cible ont un impact sur le rendement de la contrepartie de la transaction ou si la cote ESG est plutôt un ensemble de politiques de responsabilité corporative devant être vue comme un tout.

Dans le cas où seulement certaines composantes de la cote ESG sont indépendamment significatives, nous serons en mesure de conclure empiriquement quelles politiques de responsabilité corporative sont les plus susceptibles de créer de la valeur.

Pour l'hypothèse 2.3.

*Hypothèse 2.3. : Une différence positive de l'écart en notation ESG entre l'acquéreur et la cible est liée à la performance anormale positive suivant l'annonce de la transaction.*

Pour l'hypothèse 2.3, toutes les définitions précédentes sont maintenues, sauf que la variable SCORE représente maintenant l'écart entre le score de l'entreprise acquéreuse et celui de l'entreprise cible.

$$CAR_{fi} = \beta_0 + \beta_1(SCORE_{Ai} - SCORE_{Ci}) + \beta_2BM_{fi} + \beta_3Lev_{fi} + \beta_4ROA_{fi} + \beta_5ROE_{fi} + \beta_6Cap_{fi} + \beta_7Cont_i + \beta_8Att_i + \mu \quad (14)$$

L'étude de la relation (14) permettra d'évaluer l'impact de la distance ESG sur le rendement aux actionnaires de l'acquéreur ou sur le rendement aux actionnaires de la cible. Plus spécifiquement, il s'agit de découvrir s'il existe une relation qui nous indiquerait si la responsabilité corporative est une expertise susceptible de créer des synergies.

#### **7.4.3. Modèle pour l'hypothèse 3**

*Hypothèse 3 : Les bonnes politiques nationales en matières environnementales, sociales et de gouvernance sont créatrices d'une performance anormale positive à l'occasion d'une transaction de fusion et acquisition.*

Pour l'hypothèse 3, toutes les définitions précédentes sont maintenues, sauf que des variables spécifiques à la performance ESG nationale des entreprises acquéreuse et cible, le modèle (15) sera alors testé 4 fois pour le rendement de la cible et 4 fois pour le rendement de l'acquéreur.

$$\widehat{CAR}_{fi} = \beta_0 + \beta_1(SCORENAT_{Ai} - SCORENAT_{Ci}) + \beta_2BM_{fi} + \beta_3Lev_{fi} + \beta_4ROA_{fi} + \beta_5ROE_{fi} + \beta_6Cont_i + \beta_7Att_i + \beta_8ECONAT_{Ai} + \beta_9ECONAT_{Ci} + \mu \quad (15)$$

Où

$ESGNAT_{fi}$  = Cote de risque ESG du pays de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction i

$ENVNAT_{fi}$  = Cote de risque environnementale du pays de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction i

$SOCNAT_{fi}$  = Cote de risque social du pays de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction i

$GOVNAT_{fi}$  = Cote de risque en matière de gouvernance du pays de l'entreprise (cible ou acquéreuse) à la transaction i

$ECONAT_{Ai}$  = Cote économique du pays de l'acquéreur

$ECONAT_{Ci}$  = Cote économique du pays de la cible

La relation (15) permettra d'évaluer la création ou la destruction de valeur selon le risque ESG relatif des pays impliqués dans la transaction. Plus spécifiquement, il s'agit d'utiliser une variable de substitution de la qualité du cadre légal d'un pays (d'un point de vue environnemental, social et gouvernance) pour expliquer le rendement observé à l'occasion d'une transaction de fusion et acquisition.

## 8. Résultats empiriques

### 8.1. Hypothèse 1

Testons l'hypothèse 1 : Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance augmentent la probabilité qu'une transaction de fusion et acquisition soit complétée.

#### 8.1.1. Présentation des résultats de l'hypothèse 1

**Table 8.1 : Test de l'hypothèse 1, relation (10)**

	(10.1)	(10.2)	(10.3)	(10.4)	(10.5)	(10.6)	(10.7)	(10.8)
	Completion	Completion	Completion	Completion	Completion	Completion	Completion	Completion
ESGc	-0.0104 (-0.95)							
ENVc		0.00370 (0.45)						
SOCc			-0.00200 (-0.23)					
GOVc				-0.0241** (-2.52)				
ESGa					0.00442 (0.41)			
ENVa						0.00841 (0.97)		
SOCa							0.00383 (0.43)	
GOVa								-0.00342 (-0.38)
BMc	-0.000170 (-0.33)	-0.000197 (-0.40)	-0.000185 (-0.37)	-0.000151 (-0.27)	-0.000167 (-0.34)	-0.000112 (-0.22)	-0.000177 (-0.36)	-0.000206 (-0.41)
LEVc	0.0697* (1.90)	0.0665* (1.86)	0.0679* (1.88)	0.0713* (1.75)	0.0655* (1.82)	0.0673* (1.85)	0.0647* (1.79)	0.0681* (1.90)
ROAc	2.937 (0.92)	3.068 (0.99)	3.013 (0.96)	2.789 (0.86)	2.939 (0.93)	2.868 (0.91)	2.931 (0.93)	3.099 (1.00)
ROEc	-0.137 (-0.20)	-0.294 (-0.43)	-0.227 (-0.33)	-0.0243 (-0.03)	-0.270 (-0.40)	-0.288 (-0.42)	-0.252 (-0.37)	-0.226 (-0.33)
CAPc	-0.129 (-0.52)	-0.228 (-0.90)	-0.171 (-0.65)	-0.246 (-0.99)	-0.191 (-0.80)	-0.190 (-0.80)	-0.197 (-0.82)	-0.201 (-0.84)
BMa	-0.000794 (-1.33)	-0.000703 (-1.15)	-0.000734 (-1.22)	-0.000940 (-1.61)	-0.000700 (-1.15)	-0.000733 (-1.21)	-0.000718 (-1.18)	-0.000786 (-1.27)
LEVa	0.0187 (0.72)	0.0232 (0.89)	0.0213 (0.83)	0.0144 (0.51)	0.0218 (0.85)	0.0237 (0.89)	0.0210 (0.82)	0.0215 (0.85)
ROAa	1.390 (0.29)	1.610 (0.34)	1.436 (0.30)	2.235 (0.45)	1.461 (0.30)	1.817 (0.37)	1.443 (0.30)	1.490 (0.32)
ROEa	-0.0983 (-0.63)	-0.119 (-0.74)	-0.110 (-0.69)	-0.0863 (-0.53)	-0.113 (-0.70)	-0.123 (-0.73)	-0.109 (-0.68)	-0.109 (-0.70)
CAPa	0.166 (0.82)	0.150 (0.76)	0.154 (0.78)	0.216 (1.04)	0.123 (0.59)	0.0746 (0.35)	0.128 (0.62)	0.168 (0.83)
CONT	-4.200*** (-7.44)	-4.179*** (-7.48)	-4.185*** (-7.47)	-4.244*** (-7.37)	-4.170*** (-7.46)	-4.148*** (-7.42)	-4.166*** (-7.45)	-4.183*** (-7.47)
ATT	-3.278*** (-3.10)	-3.410*** (-3.24)	-3.361*** (-3.19)	-3.119*** (-2.80)	-3.441*** (-3.24)	-3.554*** (-3.26)	-3.436*** (-3.24)	-3.370*** (-3.18)
Constante	2.489 (0.48)	4.331 (0.84)	3.264 (0.61)	4.534 (0.88)	4.074 (0.81)	4.898 (0.96)	4.118 (0.81)	3.677 (0.74)
N	229	229	229	229	229	229	229	229
R <sup>2</sup> ajusté	0.614	0.612	0.611	0.634	0.612	0.614	0.612	0.612

Statistique t entre parenthèses

\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

La Table 8.1 présente la moyenne du ratio *odds* associé à la variation des probabilités de complétion de la transaction selon une variation des caractéristiques propres à la cible, à l'acquéreur ou à la transaction, selon un modèle logistique.

Les relations (10.1) à (10.4) telle que mesurées par le modèle Logit vise à analyser l'impact des caractéristiques de la cible sur la probabilité de complétion de la transaction une fois que les intentions des parties ont été rendues publiques. La table 8.1 indique que le ratio de levier de la cible a un impact significatif à un seuil de 10%, il s'agit de la seule caractéristique propre à la cible ayant un impact significativement différent de zéro.

Toutes choses étant égales par ailleurs, le coefficient du levier de la cible, calculé selon la relation (10.1), est égal à 0.0697, soit le ratio *odds* pour une augmentation d'une unité du ratio de levier de la cible. En remplaçant le coefficient dans l'équation (5), on obtient 1,072 (soit,  $e^{0.0697}=1.072$ ), c'est-à-dire une augmentation de 7.2% (soit,  $1.072-1=0.072$ ) des *odds* que la transaction soit complétée avec une augmentation d'une unité du ratio de levier de la cible.

Du côté des caractéristiques de la transaction, on remarque que le contrôle de la cible après la transaction (CONT=1, lorsque la proportion acquise est supérieure à 50%) et l'attitude de l'acquéreur (ATT=1, lorsque l'offre d'achat est hostile ou non-sollicitée) sont toutes deux des variables significatives.

D'abord, la probabilité que la transaction soit complétée quand l'acquéreur souhaite prendre le contrôle de la cible (CONT=1) sur la probabilité de complétion quand l'acquéreur ne recherche pas le contrôle (CONT=0), nous permet d'obtenir les *odds*, voir le raisonnement menant à l'équation (5). En remplaçant le coefficient associé à la variable CONT dans l'équation (5), on obtient une variation du ratio *odds* de 0.015 (soit,  $e^{-4.200}=0.015$ ). En termes de pourcentage, les *odds* que la transaction soit complétée quand l'acquéreur cherche à prendre le contrôle de la cible sont diminuées de 98,5% ( $0.015-1=-0.985$ ).

Ensuite, les *odds* que la transaction soit complétée quand l'acquéreur fait une offre non-sollicitée aux actionnaires de la cible (ATT=1) sur les *odds* de complétion lorsque l'offre est sollicitée par les dirigeants ou le conseil d'administration de la cible (ATT=0) sont diminuées de 96.2% (soit,  $e^{-3.306}=0.038$ ;  $0.038-1=-.962$ )

La relation (10.1) indique que, dans l'échantillon recueilli, il n'y a pas de preuves empiriques que la cote ESG de la cible d'une transaction de fusion ou acquisition ait un impact sur la complétion d'une transaction annoncée puisqu'aucune des variables n'a un coefficient significativement différent de zéro.

La relation (10.2) mesure l'impact de la cote de performance environnementale de la cible sur la probabilité de complétion de la transaction à la suite de l'annonce publique. Comme l'indique la Table 8.1, il n'a pas été possible de détecter d'impact significatif de la cote environnementale de la cible sur la probabilité de complétion de la transaction.

Il faut également noter que les valeurs obtenues pour le contrôle de la cible par l'acquéreur et l'attitude de l'acquéreur concernant l'offre d'achat sont cohérentes avec les résultats obtenus pour la relation (10.1).

La relation (10.3) mesure l'impact de la cote de performance sociale de la cible sur la probabilité de complétion de la transaction suite à l'annonce publique. Comme l'indique la Table 8.1, il n'a pas été possible de détecter d'impact significatif de la cote sociale de la cible sur la probabilité de complétion de la transaction.

Il faut également noter que les valeurs obtenues pour le contrôle de la cible par l'acquéreur et l'attitude de l'acquéreur concernant l'offre d'achat sont cohérentes avec les résultats obtenus pour les relations (10.1) et (10.2).

La relation (10.4) mesure l'impact de la cote de performance en matière de gouvernance de la cible sur la probabilité de complétion de la transaction suite à l'annonce publique. Comme l'indique la Table 8.1, la gouvernance de la cible a un impact significatif à un seuil de 5% sur la probabilité de succès de la transaction projetée.

Toutes choses étant égales par ailleurs, le coefficient du levier de la cible est égal à -0.0241, soit le ratio *odds* pour une augmentation d'une unité de la cote de gouvernance de la cible. En remplaçant le coefficient dans l'équation (5), on obtient 1,072 (soit,  $e^{-0.0241}=0.976$ ), c'est-à-dire une diminution de 2.4% (soit,  $0.976-1=-0.024$ ) des *odds* que la transaction soit complétée avec une augmentation d'une unité du ratio de levier de la cible.

Il faut également noter que les valeurs obtenues pour le contrôle de la cible par l'acquéreur et l'attitude de l'acquéreur concernant l'offre d'achat sont cohérentes avec les résultats obtenus pour les relations (10.1) à (10.3).

Les relations (10.5) à (10.8) sont basées sur un modèle Logit afin de mesurer l'impact des caractéristiques de l'acquéreur sur la probabilité de complétion de la transaction une fois que les intentions des parties ont été rendues publiques. La Table 8.1 montre que les caractéristiques de l'acquéreur n'ont pas d'impact significatif sur la probabilité de complétion de la transaction. En revanche, les résultats de la relation (10.5) sont cohérents avec ceux de la relation (10.1). En effet, nous observons encore que les seules variables significatives sont les variables binaires associées au contrôle de la cible après la transaction (CONT=1, lorsque la proportion acquise est supérieure à 50%) et à l'attitude de l'acquéreur quant à l'offre d'achat faite aux actionnaires (ATT=1, lorsque l'offre d'achat est hostile ou non-sollicitée).

Toutes choses étant égales par ailleurs, la probabilité que la transaction soit complétée quand l'acquéreur souhaite prendre le contrôle de la cible (CONT=1) sur la probabilité de complétion quand l'acquéreur ne recherche pas le contrôle (CONT=0), nous permet d'obtenir les *odds*, voir le raisonnement menant à l'équation (5). En remplaçant le coefficient associé à la variable CONT dans l'équation (5) on obtient une variation du ratio *odds* de 0.015 (soit,  $e^{-4.170}=0.015$ ). En termes de pourcentage, les *odds* que la transaction

soit complétée quand l'acquéreur cherche à prendre le contrôle de la cible sont diminuées de 98,5% ( $0.015-1=-0.985$ ).

Toutes choses étant égales par ailleurs, les *odds* que la transaction soit complétée quand l'acquéreur fait une offre non-sollicitée aux actionnaires de la cible ( $ATT=1$ ) sur les *odds* de complétion lorsque l'offre est sollicitée par les dirigeants ou le conseil d'administration de la cible ( $ATT=0$ ) sont diminuées de 96.8% (soit,  $e^{-3.306}=0.032$ ;  $0.032-1=-.968$ ).

La relation (10.5) indique que, dans l'échantillon recueilli, il n'y a pas de preuves empiriques que la cote ESG de la cible d'une transaction de fusion ou acquisition ait un impact sur la complétion d'une transaction annoncée puisqu'aucun des coefficients associés aux variables propres à l'acquéreur n'atteint le seuil de significativité de 5%.

La relation (10.6) mesure l'impact de la cote de performance environnementale de l'acquéreur sur la probabilité de complétion de la transaction à la suite de l'annonce publique. Comme l'indique la Table 8.1, il n'a pas été possible de détecter d'impact significatif de la cote environnementale de l'acquéreur sur la probabilité de complétion de la transaction.

Il faut également noter que les valeurs obtenues pour le contrôle de la cible par l'acquéreur et l'attitude de l'acquéreur concernant l'offre d'achat sont cohérentes avec les résultats obtenus pour les relations (10.1) à (10.5).

La relation (10.7) mesure l'impact de la cote de performance sociale de l'acquéreur sur la probabilité de complétion de la transaction à la suite de l'annonce publique. Comme l'indique la Table 8.1, il n'a pas été possible de détecter d'impact significatif de la cote sociale de l'acquéreur sur la probabilité de complétion de la transaction.

Il faut également noter que les valeurs obtenues pour le contrôle de la cible par l'acquéreur et l'attitude de l'acquéreur concernant l'offre d'achat sont cohérentes avec les résultats obtenus pour les relations (10.1) à (10.6).

La relation (10.8) mesure l'impact de la cote de gouvernance de l'acquéreur sur la probabilité de complétion de la transaction suite à l'annonce publique. Comme l'indique la Table 8.2, il n'a pas été possible de détecter d'impact significatif de la cote de gouvernance de l'acquéreur sur la probabilité de complétion de la transaction.

Il faut également noter que les valeurs obtenues pour le contrôle de la cible par l'acquéreur et l'attitude de l'acquéreur concernant l'offre d'achat sont cohérentes avec les résultats obtenus pour les relations (10.1) à (10.7).

Les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur ensemble n'ont pas d'impact significatif sur la probabilité qu'une transaction de fusion et acquisition soit complétée. Les résultats présentés ci-dessus indiquent qu'il n'y a pas de bénéfice significatif associé à une bonne cote ESG quant aux chances de succès d'une transaction annoncée.

Cependant, les résultats indiquent qu'il existerait un lien entre la cote de gouvernance de la cible et la complétion de la transaction proposée.

### **8.1.2. Analyse des résultats de l'hypothèse 1**

Les résultats du tableau précédent ne supportent pas l'hypothèse H1.

D'abord du côté de l'acquéreur, aucune interaction significative n'a pu être détectée entre les facteurs ESG (considérés ensemble ou séparément) et la probabilité de complétion de la transaction. Deng, Kang et Sin Low (2013) montrent qu'il existe une relation positive entre les pratiques corporatives de l'acquéreur et le succès de l'intégration à long terme. Or, il appert que cette relation n'est pas présente à court terme entre l'annonce de la transaction projetée et sa complétion ou son retrait.

Du côté de la cible, aucune relation significative n'a pu être observée entre la cote ESG, la performance environnementale ou la performance sociale et la probabilité de complétion de la transaction. Par contre, la relation (10.5) montre que la gouvernance a un impact négatif et significatif sur la probabilité de complétion de la transaction.

Ce résultat est fort intéressant puisque tel que décrit plus haut, il y avait lieu de s'attendre à ce qu'une meilleure gouvernance augmente la probabilité de complétion de la transaction. En effet, des preuves empiriques montrent que les actionnaires d'une cible ayant un bon comportement de citoyen corporatif sont mieux protégés contre le retranchement managérial qui serait susceptible de faire échouer une transaction (Gompers, Ishii et Metrick, 2001).

Sans tester directement le retranchement managérial, ce résultat pourrait soutenir que, tel qu'avancé par Jensen et Ruback (1983), le retranchement managérial n'est pas exclusivement aux dépens des actionnaires de la cible. Les auteurs supportant cette interprétation s'appuient sur des résultats empiriques qui suggèrent que la résistance managériale est créatrice de valeur pour les actionnaires de la cible (DeAngelo et Rice, 1983; Jensen et Ruback, 1983).

Ce que la littérature et les résultats obtenus indiquent, c'est que la bonne gouvernance et la résistance managériale du côté de la cible à une offre d'achat ne sont pas nécessairement des concepts incompatibles dans leurs objectifs respectifs.

Par ailleurs, toutes les relations à l'étude sous l'hypothèse 1 ont indiqué que lorsque l'acquéreur cherche à prendre le contrôle de la cible à la suite de la transaction et que l'offre d'achat est non-sollicitée ou hostile, la probabilité de complétion de la transaction diminue drastiquement. Ces résultats sont significatifs pour toutes les relations.



## 8.2.Hypothèse 2

### 8.2.1. Hypothèse 2.1.

Testons l'hypothèse 2.1 : plus les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont globalement élevés, plus la performance anormale suivant la fusion et acquisition sera positive.

#### 8.2.1.1.Présentation des résultats de l'hypothèse 2.1

**Table 8.2 : Test de l'hypothèse 2.1, relation (12)**

	(12.1) CARc	(12.2) CARc	(12.3) CARa	(12.4) CARa
ESGc	0.00127*** (2.75)		-0.000227 (-0.86)	
ESGa		0.000812* (1.78)		-0.000454* (-1.77)
BMc	0.0000546** (2.02)	0.0000600** (2.19)	-0.00000246 (-0.16)	-0.00000570 (-0.37)
LEVc	-0.00158 (-1.30)	-0.00166 (-1.35)	0.00165** (2.38)	0.00171** (2.48)
ROAc	0.118 (1.00)	0.108 (0.91)	0.101 (1.50)	0.107 (1.59)
ROEc	0.00993 (0.44)	0.0114 (0.50)	-0.000829 (-0.06)	-0.00149 (-0.12)
CAPc	-0.0644*** (-6.68)	-0.0538*** (-5.96)	-0.00858 (-1.56)	-0.0107** (-2.11)
BMa	-0.0000512 (-1.54)	-0.0000528 (-1.57)	0.00000589 (0.31)	0.00000386 (0.20)
LEVa	-0.00127 (-1.56)	-0.00141* (-1.71)	0.000142 (0.30)	0.000169 (0.37)
ROAa	0.0150 (0.09)	0.0289 (0.18)	-0.0752 (-0.82)	-0.0811 (-0.89)
ROEa	-0.000777 (-0.19)	-0.000290 (-0.07)	-0.000399 (-0.17)	-0.000440 (-0.19)
CAPa	0.0398*** (4.76)	0.0348*** (3.85)	0.00140 (0.29)	0.00446 (0.88)
CONT	0.0686*** (2.91)	0.0741*** (3.11)	-0.0176 (-1.30)	-0.0194 (-1.45)
ATT	0.0801*** (2.64)	0.0826*** (2.69)	-0.00822 (-0.47)	-0.00588 (-0.34)
_cons	0.494** (2.53)	0.390** (2.05)	0.162 (1.45)	0.154 (1.44)
N	229	229	229	229
$R^2$ ajusté	0.247	0.232	0.038	0.049

Statistique t entre parenthèses

\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

La Table 8.2 présente la variation moyenne du rendement anormal cumulé sur 11 séances d'échanges acquis aux actionnaires de la cible et de l'acquéreur selon la variation des caractéristiques propres à la cible, à l'acquéreur ou à la transaction.

La relation (12.1) étudie l'impact de la cote ESG de la cible sur le rendement aux actionnaires de celle-ci. La Table 8.2 indique qu'il existe une relation significative à un seuil de 1% et positive entre les variables ESGc et CARc au sein de l'échantillon recueilli. Selon la relation (12.1), chaque unité additionnelle de la cote ESG de la cible entraîne une augmentation du rendement du titre de la cible de 0.13% sur la période observée de 5 jours de part et d'autre du jour de l'annonce de la transaction projetée (11 jours au total). Donc, une bonne cote ESG de la cible semble être créatrice de valeur pour les actionnaires de celle-ci à l'occasion d'une transaction.

Du côté des variables de contrôle, on remarque à la Table 8.2 que le ratio valeur au livre sur valeur marchande de la cible a un impact positif et significatif à un seuil de 5% sur le rendement anormal cumulé acquis aux actionnaires de la cible. Cela étant, le coefficient indique que l'effet serait minime avec une augmentation du rendement de 0.005% pour chaque unité additionnelle au ratio.

On peut aussi observer que le logarithme de la capitalisation boursière de la cible (CAPc) a une influence négative et significative à un seuil de 1% sur le rendement aux actionnaires de la cible. En somme, plus la capitalisation de la cible est grande, plus faible sera le rendement du titre de celle-ci.

Toujours selon la Table 8.2, on remarque que le logarithme de la capitalisation boursière de l'acquéreur (CAPa) a un impact positif et significatif à un seuil de 1% sur le rendement aux actionnaires de la cible. En somme, plus grande est la capitalisation de l'acquéreur, plus fort sera le rendement anormal cumulé acquis aux actionnaires de la cible.

On peut également observer que la variable binaire associée au contrôle de la cible par l'acquéreur selon la transaction projetée est significative (à un seuil de 1%) et positivement corrélée avec le rendement anormal cumulé des actionnaires de la cible. En termes pratiques, lorsque l'acquéreur cherche à prendre le contrôle de la firme par le biais de la transaction projetée, le rendement anormal cumulé aux actionnaires de la cible augmente en moyenne de 7.4%.

Un autre résultat digne de mention se rattache à la variable binaire associée à l'attitude de l'acquéreur au moment de l'offre d'achat. Selon la Table 8.2, les actionnaires obtiennent un rendement cumulé additionnel de 8.3% quand l'offre d'achat n'est pas sollicitée ou hostile. Ce résultat est significatif à un seuil de 1%.

La relation (12.2) vise à mesurer l'impact de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement aux actionnaires de la cible. La Table 8.2 montre que la cote ESG de l'acquéreur a un impact positif sur le rendement de la cible, cependant la relation n'est significative qu'à un seuil de 10%. Cependant, il faut reconnaître que si près du seuil de significativité de 5%, (statistique t de  $1.78 < 1.96$ ) ce résultat conserve son intérêt en pratique.

Pour chaque unité additionnelle à la cote ESG de l'acquéreur, les actionnaires de la cible gagnent 0.08% de rendement anormal cumulatif sur la période examinée. Cela indique qu'une bonne cote ESG du côté de l'acquéreur est créatrice de valeur pour les actionnaires de la cible.

Au niveau des variables de contrôle, les résultats de la relation (12.2) sont, en substance, semblables à ceux obtenus pour la relation (12.1)

Les résultats de la relation linéaire (12.3) ne sont pas concluants. Tel que présenté dans la Table 8.2, aucune des variables indépendantes, à l'exception de l'effet levier de la cible, n'a d'impact significatif sur la variable dépendante, le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur ( $CAR_A$ ). La variable d'intérêt  $ESG_C$  présente un coefficient relativement intéressant avec une valeur de -0.00023. Autrement dit, cela signifie que pour chaque point additionnel de la cote ESG de la cible, les acquéreurs perdent 0.023% de rendement. Cela semble indiquer qu'une bonne cote ESG du côté de la cible semble réduire le rendement aux actionnaires de l'acquéreur. Cependant, ce résultat, et l'interprétation qui en découle, doivent être jugés avec précaution puisque le coefficient associé à la variable  $ESG_C$  n'atteint pas de seuil de significativité. Il faut donc conclure que la cote ESG de la cible n'a pas d'impact significatif sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Du côté des variables de contrôle, tel que l'indique la Table 8.2, l'effet levier de la cible a un impact significatif et positif sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur. Pour chaque unité additionnelle du ratio de levier (dette sur équité) de la cible, le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur augmente de 0.165%, un résultat significatif au seuil de 5%. C'est donc dire que plus la cible est endettée meilleur sera le rendement des actionnaires de l'acquéreur.

La relation linéaire (12.4) analyse l'effet de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. Les résultats indiquent qu'il y aurait une relation négative et significative entre la performance ESG de l'acquéreur et le rendement anormal cumulatif du titre. Toutefois, ce rendement n'est significatif qu'à un seuil de 10%, mais tout près du seuil de 5% (statistique t de  $1.77 < 1.96$ ). Au sein de l'échantillon, une augmentation d'une unité de la cote ESG de l'acquéreur entraîne une diminution de 0.045% du rendement du titre de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, la variable associée à la taille de la capitalisation boursière de la cible est négativement significative à un seuil de 5% dans le cadre de la relation (12.4), alors que cette variable n'avait pas d'impact lorsqu'étudiée à la relation (12.3). Ici, on conclut que plus la capitalisation boursière de la cible est grande, plus faible sera le rendement obtenu par les actionnaires de l'acquéreur.

Au niveau de la variable associée au levier de la cible, les résultats de la relation (12.4) sont semblables à ceux obtenus à l'étude de la relation (12.3)

### **8.2.1.2. Analyse des résultats de l'hypothèse 2.1.**

En somme, il appert des résultats décrits ci-dessus que la performance ESG de l'acquéreur soit créatrice de valeur pour les actionnaires de la cible, mais destructrice de valeur pour ses propres actionnaires. En revanche, la performance ESG de la cible ne crée de valeur que pour ses propres actionnaires. Plusieurs explications sont envisageables afin d'expliquer le phénomène observé.

D'abord, comme Deng, Kang et Sin Low (2013) l'observent, un bon comportement de citoyen corporatif est un signe que la firme prend en compte toutes les parties prenantes majeures lors du processus de prise de décision et dans la conduite de ses affaires. Notamment, pour le processus d'intégration de la firme acquise dans les opérations de l'acquéreur. Toujours selon ces auteurs, une bonne performance socio-environnementale est un indicateur du succès éventuel de l'intégration de la cible. Les actionnaires de la cible qui doivent faire le choix d'approuver la transaction (Bradley, 1980) estiment peut-être que les chances de réussite sont plus grandes quand l'acquéreur est un bon citoyen corporatif parmi un grand nombre de critères pris en compte au moment de prendre la décision. Ce résultat rejoint ceux obtenus par Deng, Kang et Sin Low (2013), tout en s'en distinguant par l'étendu des variables considérées. En effet, ici la gouvernance des firmes a été prise en compte alors que ces auteurs ont limité leur cadre à l'étude de l'impact des facteurs socio-environnementaux.

Une autre explication possible serait que le marché s'attend à une diminution du risque de la cible pour un niveau de revenus stable suite à la transaction. Comme l'indique Luo et Bhattachararva (2009), le risque systématique des firmes responsables est plus faible que le risque d'une firme au mauvais comportement social. Ajoutons qu'il existe des preuves empiriques que les meilleures pratiques corporatives sont transférables (Martynova et Renneboog, 2008). Il se pourrait donc que les pratiques de responsabilité corporative soient transférées de l'acquéreur à la cible, ou vice versa, entraînant une diminution du risque, qui est à son tour accueilli positivement par la communauté d'investisseurs.

Une autre possibilité serait plutôt liée à la gouvernance et son impact sur les coûts d'agence. Se basant encore sur la transférabilité des meilleures pratiques corporatives (Martynova et Renneboog, 2008), un transfert de la bonne gouvernance de l'acquéreur ou de la cible de part et d'autre peut réduire les coûts d'agence, permettant une augmentation des fonds retournés aux actionnaires. Comme l'indique un certain nombre d'auteurs mentionnés à la section 3.1.4., l'implantation de normes de gouvernance est souvent synonyme avec la création de valeur pour les actionnaires puisque ces normes permettent de contrôler ou réduire les coûts d'agence (Gompers, Ishii et Metrick, 2001; Shleifer et Vishny, 1997; La Porta et al. 2002; John et Senbet, 1998).

La relation négative entre le rendement du titre de l'acquéreur et sa performance ESG indique que le marché s'attend à ce que la transaction soit destructrice de valeur. Les investisseurs s'attendent peut-être à ce que les coûts associés au bon comportement

corporatif de l'acquéreur (transparence, instauration de processus diligents, intéressement des parties prenantes, etc.) augmentent les coûts d'intégration post-acquisition. Réaliser l'intégration de manière diligente, comme agir de façon responsable de manière plus générale, apporte son lot de contraintes financières (Hong, Kubick et Scheinkman, 2012). Les tests de l'hypothèse 2.2 permettront peut-être de comprendre si l'une des composantes ESG est à blâmer pour cette relation négative.

Au niveau des variables de contrôle, nous avons pu observer qu'il existe une relation significative et positive entre l'effet levier de la cible et le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur au moment de l'annonce. Il apparaît que plus le ratio dette sur équité de la cible est élevé, meilleur sera le rendement. Ce résultat est cohérent avec les intérêts des actionnaires qui peuvent bénéficier d'un meilleur rendement sur l'équité pour un même bénéfice par action lorsque la firme a un effet levier plus grand. Les actionnaires de la cible recevront plus d'argent en échange de leurs titres puisque les actionnaires de l'acquéreur s'attendent à un bon rendement sur les capitaux propres lié à l'effet de levier.

Aussi, les résultats indiquent que les actionnaires de la cible jouissent d'un meilleur rendement anormal cumulatif quand l'acquéreur cherche à prendre le contrôle de la cible. Ce résultat est cohérent avec la littérature concernant la prime au contrôle, cette hausse du prix d'achat que l'acquéreur doit verser aux actionnaires de la cible lorsqu'il souhaite prendre le contrôle des opérations de la cible (Jensen et Ruback, 1983; Roll, 1986).

Les résultats indiquent également que l'attitude de l'acquéreur a une influence positive sur le rendement des actionnaires de la cible. Ce phénomène peut être lié à la nécessité que l'acquéreur paie une prime pour inciter les actionnaires de la cible à vendre leur titre, malgré l'opposition managériale des dirigeants de la cible (Hartzell et al. (2004).

En somme, l'hypothèse 2.1. a l'effet que les facteurs ESG dans leur ensemble sont créateurs de valeur ne peut être rejeté, puisque la cote ESG de la cible a un effet positif sur le rendement de ses actionnaires et que la performance ESG de l'acquéreur a un impact positif sur le rendement obtenu par les actionnaires de la cible.

Il reste cependant à examiner l'effet de chacune des composantes de la cote ESG individuellement sur le rendement des actions de la contrepartie afin de mieux comprendre le mécanisme de création de valeur, ce qui sera fait à la section suivante.

## 8.2.2. Hypothèse 2.2

Testons l'hypothèse 2.2 : plus les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance sont indépendamment et spécifiquement élevés, plus la performance anormale suivant la fusion et acquisition sera positive.

### 8.2.2.1. Présentation des résultats de l'hypothèse 2.2.

**Table 8.3 : Test de l'hypothèse 2.2, relation (13)**

	(13.1) CARc	(13.2) CARc	(13.3) CARc	(13.4) CARc	(13.5) CARc	(13.6) CARc	(13.7) CARa	(13.8) CARa	(13.9) CARa	(13.10) CARa	(13.11) CARa	(13.12) CARa
ENVc	0.000424 (1.21)						-0.000101 (-0.51)					
SOCc		0.00105*** (2.84)						-0.000147 (-0.70)				
GOVc			0.000943** (2.49)						-0.000180 (-0.84)			
ENVa				0.000369 (1.01)						-0.000253 (-1.23)		
SOCa					0.000610* (1.69)						-0.000308 (-1.51)	
GOVa						0.000601 (1.60)						-0.000323 (-1.53)
BMc	0.0000544** (1.99)	0.0000529* (1.96)	0.0000556** (2.05)	0.0000581** (2.10)	0.0000570** (2.09)	0.0000579** (2.11)	-0.00000245 (-0.16)	-0.00000219 (-0.14)	-0.00000266 (-0.17)	-0.00000510 (-0.33)	-0.00000386 (-0.25)	-0.00000442 (-0.29)
LEVc	-0.00153 (-1.24)	-0.00167 (-1.37)	-0.00154 (-1.26)	-0.00156 (-1.26)	-0.00180 (-1.45)	-0.00153 (-1.25)	0.00164** (2.37)	0.00166** (2.40)	0.00165** (2.37)	0.00165** (2.39)	0.00177** (2.55)	0.00164** (2.37)
ROAc	0.117 (0.98)	0.117 (1.00)	0.122 (1.03)	0.115 (0.96)	0.112 (0.94)	0.107 (0.90)	0.101 (1.50)	0.101 (1.50)	0.101 (1.49)	0.103 (1.53)	0.105 (1.55)	0.107 (1.59)
ROEc	0.0108 (0.47)	0.00769 (0.34)	0.0110 (0.49)	0.0113 (0.49)	0.00913 (0.40)	0.0125 (0.55)	-0.000998 (-0.08)	-0.000534 (-0.04)	-0.00103 (-0.08)	-0.00154 (-0.12)	-0.000262 (-0.02)	-0.00203 (-0.16)
CAPc	-0.0596*** (-5.96)	-0.0678*** (-6.72)	-0.0531*** (-5.91)	-0.0547*** (-6.03)	-0.0545*** (-6.04)	-0.0525*** (-5.76)	-0.00914 (-1.62)	-0.00849 (-1.47)	-0.0106** (-2.08)	-0.0102** (-2.00)	-0.0103** (-2.03)	-0.0114** (-2.22)
BMa	-0.0000557* (-1.66)	-0.0000564* (-1.71)	-0.0000511 (-1.53)	-0.0000591* (-1.76)	-0.0000568* (-1.70)	-0.0000470 (-1.37)	0.00000650 (0.34)	0.00000691 (0.37)	0.00000577 (0.30)	0.00000744 (0.39)	0.00000621 (0.33)	0.000000872 (0.05)
LEVa	-0.00132 (-1.59)	-0.00136* (-1.67)	-0.00134 (-1.63)	-0.00139* (-1.68)	-0.00142* (-1.73)	-0.00143* (-1.73)	0.000145 (0.31)	0.000159 (0.34)	0.000152 (0.33)	0.000155 (0.33)	0.000174 (0.37)	0.000178 (0.38)
ROAa	0.0364 (0.22)	0.0334 (0.21)	-0.0402 (-0.25)	0.0307 (0.19)	0.0278 (0.17)	0.0142 (0.09)	-0.0800 (-0.87)	-0.0779 (-0.85)	-0.0646 (-0.70)	-0.0835 (-0.92)	-0.0801 (-0.88)	-0.0730 (-0.80)
ROEa	-0.000669 (-0.16)	-0.000517 (-0.13)	-0.0000987 (-0.02)	-0.000372 (-0.09)	-0.000136 (-0.03)	-0.000141 (-0.03)	-0.000389 (-0.17)	-0.000459 (-0.20)	-0.000521 (-0.23)	-0.000369 (-0.16)	-0.000524 (-0.23)	-0.000523 (-0.23)
CAPa	0.0408*** (4.80)	0.0404*** (4.82)	0.0385*** (4.56)	0.0373*** (4.11)	0.0362*** (4.10)	0.0373*** (4.28)	0.00121 (0.25)	0.00131 (0.27)	0.00167 (0.35)	0.00348 (0.68)	0.00344 (0.69)	0.00301 (0.61)
CONT	0.0728*** (3.05)	0.0693*** (2.94)	0.0651*** (2.74)	0.0745*** (3.10)	0.0747*** (3.13)	0.0700*** (2.93)	-0.0184 (-1.36)	-0.0178 (-1.32)	-0.0169 (-1.24)	-0.0199 (-1.47)	-0.0196 (-1.46)	-0.0171 (-1.27)
ATT	0.0896*** (2.93)	0.0839*** (2.78)	0.0741** (2.40)	0.0866*** (2.82)	0.0851*** (2.79)	0.0836*** (2.72)	-0.00990 (-0.57)	-0.00914 (-0.53)	-0.00696 (-0.40)	-0.00773 (-0.45)	-0.00758 (-0.44)	-0.00660 (-0.38)
Constante	0.404** (2.03)	0.567*** (2.78)	0.300 (1.62)	0.377* (1.93)	0.383** (2.01)	0.322* (1.73)	0.173 (1.54)	0.158 (1.35)	0.197* (1.86)	0.154 (1.40)	0.161 (1.51)	0.192* (1.82)
N	229	229	229	229	229	229	229	229	229	229	229	229
R <sup>2</sup> ajusté	0.226	0.249	0.242	0.224	0.231	0.230	0.036	0.037	0.038	0.041	0.045	0.045

Statistique t entre parenthèses

\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

La Table 8.3 présente la variation moyenne du rendement anormal cumulatif sur 11 séances acquis aux actionnaires de la cible et de l'acquéreur selon la variation des caractéristiques propres à la cible, à l'acquéreur ou à la transaction.

La relation (13.1) examine l'impact de la composante « environnementale » de la cote ESG de la cible sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de celle-ci. La Table 8.3 indique que la cote de performance environnementale de la cible apporte un rendement de

0.04% pour chaque unité de la cote environnementale. Cependant, il est impossible de tirer une inférence significative de ce résultat puisque le coefficient de 0.000424 n'atteint aucun seuil de significativité probant.

Pour ce qui est des variables de contrôle, on observe que les coefficients associés aux variables BMc, CAPc, CAPa, CONT et ATT sont significatifs. Ces résultats rejoignent les conclusions tirées des relations (12.1) et (12.2). Toutefois, la variable associée au ratio de valeur au livre sur valeur marchande de l'acquéreur (BMa) devient significative à un seuil de 10% indiquant qu'il y aurait une relation négative avec le rendement aux actionnaires de la cible. Plus précisément, chaque unité additionnelle du ratio entraînerait une diminution de 0.006% du rendement de la cible.

La relation (13.2) étudie l'impact de la composante « sociale » de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de cette dernière. Les résultats sont concluants puisque la relation indique qu'il existe un lien positif et significatif à un seuil de 1% entre la performance sociale de la cible et le rendement à ses actionnaires à l'occasion d'une transaction. En effet, chaque point additionnel à la cote sociale de la cible génère un rendement anormal cumulatif de 0.11% pour ses actionnaires.

Au niveau des variables de contrôle, les résultats sont, en substance, semblables à ceux obtenus pour les relations (12.1), (12.2) et (13.1)

La relation (13.3) analyse l'influence de la composante « gouvernance » de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de celle-ci à l'occasion de la transaction. La Table 8.3 montre qu'il existerait un lien positif et significatif à un seuil de 5% entre la cote de gouvernance de la cible et le rendement observé sur le titre de celle-ci. Selon le coefficient obtenu, chaque unité additionnelle de la cote de gouvernance de la cible augmenterait le rendement acquis à ses actionnaires de 0.09% sur la période sous étude.

Au niveau des variables de contrôle, les résultats sont, en substance, semblables à ceux obtenus pour les relations (12.1), (12.2), (13.1) et (13.2), à l'exception du coefficient lié à la variable BMa qui n'est plus significatif à l'occasion de l'étude de la relation (13.3).

La relation (13.4) étudie l'impact de la composante « environnementale » de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance environnementale de l'acquéreur et le rendement aux actionnaires de la cible serait positive, une augmentation de 0.04% par unité incrémentale de la cote environnementale de l'acquéreur. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la performance environnementale de l'acquéreur n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.3).

La relation (13.5) étudie l'impact de la composante « sociale » de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance sociale de l'acquéreur et le rendement aux

actionnaires de la cible serait positive, une augmentation de 0.06% par unité incrémentale de la cote sociale de l'acquéreur. Le coefficient n'est significatif qu'à un niveau de 10%, il faut donc exercer une certaine prudence dans l'interprétation de ce résultat.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.4).

La relation (13.6) étudie l'impact de la composante « gouvernance » de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance en matière de gouvernance de l'acquéreur et le rendement aux actionnaires de la cible est positive, une augmentation de 0.06% par unité incrémentale de la cote de gouvernance de l'acquéreur. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, malgré qu'il soit très près du seuil de significativité à 10% (statistique  $t : 1.600 < 1.645$ ).

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.5).

La relation (13.7) étudie l'impact de la composante « environnementale » de la cote ESG de la cible sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance environnementale de la cible et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur serait négative, une perte 0.01% de rendement par unité incrémentale de la cote environnementale de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la performance environnementale de la cible n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3) et (12.4).

La relation (13.8) examine l'impact de la composante « sociale » de la cote ESG de la cible sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance sociale de la cible et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur serait négative, une perte 0.01% par unité incrémentale de la cote sociale de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la performance sociale de la cible n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7).

La relation (13.9) étudie l'impact de la composante « gouvernance » de la cote ESG de la cible sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance en gouvernance de la cible et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur serait négative, une diminution du rendement de 0.02% par unité incrémentale de la cote de gouvernance de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la performance en matière de gouvernance de la cible n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.



Relativement aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4), (13.7) et (13.8).

La relation (13.10) étudie l'impact de la composante « environnementale » de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de ce dernier. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance environnementale de l'acquéreur et le rendement aux actionnaires de celui-ci serait négative, une diminution du rendement de 0.03% par unité incrémentale de la cote environnementale. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la performance environnementale de l'acquéreur n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Relativement aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.9).

La relation (13.11) étudie l'impact de la composante « sociale » de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de ce dernier. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance sociale de l'acquéreur et le rendement aux actionnaires de celui-ci serait négative, une diminution du rendement de 0.03% par unité incrémentale de la cote environnementale. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la performance sociale de l'acquéreur n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.10).

La relation (13.12) étudie l'impact de la composante « gouvernance » de la cote ESG de l'acquéreur sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de ce dernier. La Table 8.3 indique que la relation entre la performance en matière de gouvernance de l'acquéreur et le rendement aux actionnaires de celui-ci serait négative, une diminution du rendement de 0.03% par unité incrémentale de la cote de gouvernance. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la performance en matière de l'acquéreur n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Pour ce qui est des variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.11).

#### **8.2.2.2. Analyse des résultats de l'hypothèse 2.2.**

À l'analyse des résultats en lien avec l'hypothèse 2.1., nous avons conclu que la cote ESG de la cible a un effet positif sur le rendement anormal cumulatif de ses propres actionnaires sur la période entourant l'annonce de la transaction projetée. Nous avons également conclu que la cote ESG de l'acquéreur avait un effet positif sur le rendement anormal cumulatif des actionnaires de la cible, mais un impact négatif sur le rendement de ses propres actionnaires. Les relations étudiées sous l'hypothèse 2.2. ont permis d'approfondir l'interprétation de ce résultat.

Les relations (13.2) et (13.3) permettent de conclure que les composantes « sociale » et « gouvernance » de la cote ESG de la cible sont positivement corrélées de manière significative avec le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

La relation (13.5) indique qu'il y a une relation positive entre la cote de gouvernance de l'acquéreur et le rendement aux actionnaires de la cible. Cependant, cette relation n'était significative qu'à un seuil de 10%.

Enfin, la Table 8.3 montre que n'avons pu déceler d'impact significatif des composantes ESG de la cible ou de l'acquéreur sur le rendement des actionnaires de ce dernier.

Il apparaît, parmi les interprétations discutées à la section 8.1.3.2., que l'explication en lien avec la gouvernance et la réduction des coûts d'agence doit être retenue à la lumière des résultats de la relation (13.3).

Il semble que le marché considère que les bonnes pratiques en matière de gouvernance soient transférables de la cible vers l'acquéreur. Ces pratiques étant de nature à réduire les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976), les investisseurs s'attendent à ce que la transaction réduise les coûts d'agence et qu'une plus grande partie des flux monétaires soit retournée aux actionnaires sous forme de dividende ou serve à financer des projets générateurs de valeur plutôt que d'alimenter les conflits d'agence. Les résultats obtenus indiquent que, comme avancé par Jensen (1988), la transaction ait le potentiel de résoudre les conflits d'agence en distribuant les flux de disponible aux actionnaires de la cible.

Cependant, selon cette interprétation, on pourrait s'attendre à ce que la composante « gouvernance » de la cible soit également créatrice de valeur pour les actionnaires de l'acquéreur aussi.

Une interprétation possible tient compte du fait que la performance en matière de la gouvernance n'est bénéfique que pour la cible. La bonne gouvernance serait une indication que les dirigeants de la cible ou les mécanismes contractuels et légaux protégeant les investisseurs de la cible en permettent de maximiser le prix que les actionnaires obtiendront si la transaction est complétée. En effet, on pourrait s'attendre à ce que les dirigeants négocient et prennent des décisions dans le meilleur intérêt des actionnaires. Dans ce cas, il serait vraisemblable que l'absence de retranchement managérial et la minimalisation des coûts d'agence qui s'en accompagne soient bénéfiques pour les actionnaires de la cible (Jensen et Ruback, 1983; DeAngelo et Rice, 1983). Il en va de même pour les mécanismes légaux de protection des investisseurs (Sundaramurthy, 2000; Gompers, Ishii et Metrick, 2001).

Comme la relation (10.4) l'a montrée, il y a une relation significative et négative entre la probabilité de complétion de la transaction et la cote de gouvernance de la cible. Donc, la création de valeur observée par la relation (13.3) indique que le marché associe un risque plus élevé de non-complétion de la transaction à la bonne gouvernance de la cible au moment de l'annonce de la transaction (Bradley, 1980). Ce raisonnement mène à deux possibilités. Soit, un renforcement de l'interprétation liée à la réduction des coûts d'agence.

Ou bien, c'est simplement que le marché ne considère pas que la bonne gouvernance puisse mener à une hausse du risque de non-complétion.

Aussi, aucune création, ni destruction, de valeur significative ne peut être associée aux facteurs environnementaux de part et d'autre. En revanche, la bonne responsabilité sociale de la cible et de l'acquéreur sont créateurs de valeur pour les actionnaires de la cible tel qu'avancé par la théorie des parties prenantes et ses supporteurs (Freeman, 1984; Preston et Harry, 1990; Heal, 2005).

Selon les supporteurs de la théorie des parties prenantes, un bon comportement de citoyen corporatif favorise un meilleur développement des affaires au sein de la communauté (Post, Preston et Sachs, 2002), une diminution de divers risques (Luo et Bhattacharya, 2009) ainsi que de meilleures relations de travail (Freeman, 1984). Il est possible que ces caractéristiques soient identifiées par l'acquéreur, amenant celui-ci à offrir une prime plus élevée, entraînant une réaction d'autant plus forte des marchés au moment de l'annonce.

Aussi, les résultats indiquent que la bonne responsabilité sociale de l'acquéreur est créatrice de valeur pour les actionnaires de la cible. Il pourrait s'agir d'une indication que les investisseurs de la cible reconnaissent que l'intégration post-acquisition aura plus de chances de succès tel que prédit par Deng, Kang et Sin low (2013). Par conséquent, les investisseurs sont plus susceptibles d'approuver la transaction, distinguant un bon investissement à long terme. Cependant, le seuil de significativité de 10% n'a été atteint que de justesse pour le coefficient associé à la variable SOCa dans la relation (13.5). Ce résultat doit donc être interprété avec retenue.

De plus, la relation (10.7) n'a pu permettre de détecter de lien significatif entre la performance sociale de l'acquéreur et la complétion de la transaction. Donc, il n'est pas clair que la performance sociale de l'acquéreur ait un effet sur l'opinion des investisseurs quant au succès à court ou long terme de la transaction projetée.

En effet, les résultats indiquent aussi qu'il n'y pas de destruction de valeur significative associée à la bonne performance socio-environnementale de la cible ou de l'acquéreur. Or, les critiques à la théorie des parties prenantes soutiennent que les investissements socio-responsables ne répondent pas à l'objectif premier de la firme, soit maximiser la richesse des actionnaires (Friedman, 1970) et, ce faisant, sont destructeurs de valeur (Jensen, 2001). Les résultats obtenus dans le cadre de cette étude n'apportent pas de preuves empiriques à cet effet.

Ceci étant, les résultats présentés ci-dessus ne permettent pas d'exclure la conclusion de Hong, Kubik et Scheinkman (2012) à l'effet que les firmes font le bien parce qu'elles performant bien. Pas plus qu'ils n'ont permis de soutenir l'opinion contraire avancée par Deng, Kang et Sin low (2013) et Aktas et al. (2011). Les conclusions ci-dessus ne soutiennent que la création ou la destruction de valeur découlant des caractéristiques propres aux firmes participant à la transaction au moment où celle-ci est annoncée.

Malheureusement, les tests indépendants de chacune des composantes ESG de l'acquéreur ne permettent pas de mieux comprendre comment leur effet cumulé a un impact négatif sur le rendement du titre de ce dernier.

Enfin, les résultats obtenus quant aux variables de contrôle sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude de l'hypothèse 2.1. Quant au levier de la cible, à la capitalisation de part et d'autre et au ratio de valeur au livre sur valeur marchande, à la variable liée au contrôle et à l'attitude de l'offre d'achat.

En conclusion, les facteurs de gouvernance et sociaux, indépendamment sont créateurs de valeurs chez la cible, mais les bonnes pratiques corporatives en matière environnementale, social et de gouvernance (qu'elles soient observées du côté de la cible ou de l'acquéreur) n'ont pas d'effet sur le rendement du titre de l'acquéreur. Ce phénomène pourrait s'expliquer par le fait que le marché ne tient compte que des caractéristiques de la cible pré-acquisition. La performance ESG permettrait ainsi d'augmenter la valeur de la cible jusqu'au moment où une offre d'acquisition est déposée. En situation post-acquisition, lorsque la cible dépendra de l'acquéreur, les bénéfices de la performance ESG deviennent dépendants du contrôle de l'acquéreur. Or, il est raisonnable que le marché intègre déjà dans le prix du titre de l'acquéreur la valeur de sa performance ESG et ne s'attend pas à ce que celle-ci soit affectée par la transaction projetée.

### 8.2.3. Hypothèse 2.3

Testons l'hypothèse 2.3 : Une différence positive de l'écart en notation ESG entre l'acquéreur et la cible est liée à la performance anormale positive suivant l'annonce de la transaction.

#### 8.2.3.1. Présentation des résultats de l'hypothèse 2.3.

**Table 8.4 : Test de l'hypothèse 2.3, relation (14)**

	(14.1) CARc	(14.2) CARc	(14.3) CARc	(14.4) CARc	(14.5) CARa	(14.6) CARa	(14.7) CARa	(14.8) CARa
DIST_ESG	-0.000305 (-0.76)				-0.000182 (-0.81)			
DIST_ENV		-0.0000700 (-0.22)				-0.000104 (-0.59)		
DIST_SOC			-0.000280 (-0.89)				-0.000128 (-0.72)	
DIST_GOV				-0.000289 (-0.79)				-0.000139 (-0.68)
BMc	0.0000520* (1.89)	0.0000534* (1.93)	0.0000524* (1.91)	0.0000527* (1.92)	-0.00000362 (-0.23)	-0.00000340 (-0.22)	-0.00000314 (-0.20)	-0.00000302 (-0.20)
LEVc	-0.00151 (-1.23)	-0.00154 (-1.25)	-0.00147 (-1.19)	-0.00155 (-1.26)	0.00167** (2.40)	0.00165** (2.38)	0.00168** (2.42)	0.00165** (2.37)
ROAc	0.122 (1.02)	0.119 (0.99)	0.121 (1.01)	0.125 (1.04)	0.103 (1.53)	0.102 (1.51)	0.102 (1.52)	0.104 (1.54)
ROEc	0.00992 (0.43)	0.0103 (0.45)	0.0103 (0.45)	0.00962 (0.42)	-0.00122 (-0.09)	-0.00109 (-0.08)	-0.000980 (-0.08)	-0.00131 (-0.10)
CAPc	-0.0571*** (-5.88)	-0.0552*** (-5.65)	-0.0580*** (-5.85)	-0.0550*** (-6.04)	-0.0119** (-2.18)	-0.0115** (-2.10)	-0.0120** (-2.15)	-0.0106** (-2.07)
BMa	-0.0000593* (-1.76)	-0.0000583* (-1.73)	-0.0000592* (-1.76)	-0.0000622* (-1.84)	0.00000698 (0.37)	0.00000810 (0.43)	0.00000711 (0.38)	0.00000565 (0.30)
LEVa	-0.00137 (-1.65)	-0.00140* (-1.68)	-0.00139* (-1.67)	-0.00137* (-1.65)	0.000186 (0.40)	0.000182 (0.39)	0.000174 (0.37)	0.000181 (0.39)
ROAa	0.0151 (0.09)	0.0204 (0.13)	0.0196 (0.12)	0.00403 (0.02)	-0.0787 (-0.86)	-0.0750 (-0.82)	-0.0761 (-0.83)	-0.0836 (-0.91)
ROEa	-0.000270 (-0.07)	-0.000214 (-0.05)	-0.000278 (-0.07)	-0.000162 (-0.04)	-0.000568 (-0.25)	-0.000573 (-0.25)	-0.000557 (-0.24)	-0.000504 (-0.22)
CAPa	0.0425*** (4.77)	0.0411*** (4.56)	0.0424*** (4.83)	0.0414*** (4.82)	0.00247 (0.49)	0.00227 (0.45)	0.00217 (0.44)	0.00173 (0.36)
CONT	0.0704*** (2.93)	0.0717*** (2.98)	0.0700*** (2.91)	0.0708*** (2.95)	-0.0192 (-1.42)	-0.0187 (-1.39)	-0.0191 (-1.41)	-0.0187 (-1.39)
ATT	0.0903*** (2.95)	0.0904*** (2.94)	0.0904*** (2.96)	0.0881*** (2.87)	-0.00973 (-0.57)	-0.00913 (-0.53)	-0.00971 (-0.56)	-0.0108 (-0.63)
_cons	0.337* (1.78)	0.324* (1.72)	0.359* (1.87)	0.314* (1.67)	0.202* (1.90)	0.197* (1.86)	0.210* (1.94)	0.189* (1.79)
N	229	229	229	229	229	229	229	229
R <sup>2</sup> ajusté	0.223	0.221	0.223	0.223	0.038	0.084	0.037	0.037

Statistique t entre parenthèses

\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

La Table 8.4 présente la variation moyenne du rendement anormal cumulatif sur 11 séances acquis aux actionnaires de la cible et de l'acquéreur selon la variation de la distance ESG, des caractéristiques propres à la cible, à l'acquéreur ou à la transaction.

La relation (14.1) étudie l'impact de l'écart des notations ESG entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible et de l'acquéreur.

La Table 8.4 indique qu'il y aurait une relation négative entre l'écart de notation ESG et le rendement aux actionnaires de la cible ou de l'acquéreur, mais dans les deux cas, celles-ci ne sont pas significatives.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.6).

La relation (14.2) étudie l'influence de l'écart de notation « environnementale » entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible. La Table 8.4 indique qu'il y aurait une relation négative entre l'écart des performances environnementales et le rendement aux actionnaires de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance « environnementale » n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2), (13.1) à (13.6) et (14.1).

La relation (14.3) étudie l'impact de la distance « sociale » entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible. La Table 8.4 indique qu'il y aurait une relation négative, mais non-significative. Il faut donc conclure que la distance « sociale » n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2), (13.1) à (13.6), (14.1) et (14.2).

La relation (14.4) étudie l'influence de la distance « gouvernance » entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible. La Table 8.4 indique qu'il y aurait une relation négative non-significative entre l'écart des performances en matière de gouvernance et le rendement aux actionnaires de la cible. Il faut donc conclure que la distance « gouvernance » n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2), (13.1) à (13.6) et (14.1) à (14.3).

La relation (14.5) étudie l'influence de la distance ESG entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.4 indique que la relation négative n'est pas significative, il faut donc conclure que la distance ESG n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12).

La relation (14.6) étudie l'influence de la distance « environnementale » entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. Selon la Table 8.4, la relation est négative mais, ce résultat n'est pas significatif. Il faut donc

conclure que la distance « environnementale » n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12) et (14.5).

La relation (14.7) étudie l'influence de la distance « sociale » entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. Encore une fois, la relation négative sans être significative. Il faut donc conclure que la distance « sociale » n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12), (14.5) et (14.6).

La relation (14.8) étudie l'influence de la distance « gouvernance » entre l'acquéreur et la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.4 indique qu'il y aurait une relation négative entre l'écart des performances en matière de gouvernance et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance « gouvernance » n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12) et (14.5) à (14.7).

### **8.2.3.2. Analyse des résultats de l'hypothèse 2.3.**

Les tests liés à l'hypothèse 2.3 n'ont pu montrer que l'écart entre les cotes ESG, ou ses composantes, de l'acquéreur et de la cible aient une influence sur le rendement aux actionnaires de l'une ou l'autre des firmes. En conséquence, il faut rejeter l'hypothèse 2.3 à l'effet que la distance ESG entre l'acquéreur et la cible est liée à la création de valeur.

Les résultats présentés ci-dessus suggèrent que les indicateurs de la responsabilité corporative est en partie une expertise transférable tel qu'obtenu aussi empiriquement par Renneboog (2008).

En revanche, les résultats obtenus à l'occasion de l'étude de la relation (14) indiquent que le marché ne reconnaît pas que la différence dans la performance ESG, ou l'une de ses composantes, des firmes comme un potentiel transférable à l'une ou l'autre des firmes. En d'autres termes, les investisseurs ne considèrent pas l'écart de performance entre les firmes comme une source de synergies permettant de créer de la valeur.

Si l'un des aspects motivant l'initiation du processus transactionnel est lié aux synergies, tel que prédit par Bradley, Desai et Kim (1988), les résultats présentés ci-haut montrent que les marchés n'intègrent pas l'information liée aux synergies à réaliser provenant du comportement de citoyen corporatif de l'une des firmes par rapport à l'autre dans la variation des prix entourant l'annonce de la transaction projetée.

Malgré que nos résultats ne soutiennent pas le motif des synergies (Bradley, Desai et Kim, 1988) pour expliquer les motivations des dirigeants pour procéder à une transaction, ils ne permettent pas non plus d'infirmar cette théorie puisque les synergies peuvent provenir d'autres sources que le niveau de performance ESG.

Les résultats ne permettent pas non plus de soutenir l'opinion contraire à l'effet que l'acquisition permet de dégager du rendement à l'actionnaire en réduisant les efforts de responsabilité corporative qui seraient destructeurs de valeur (Jensen, 2001). En ce sens, les conclusions présentées ci-dessus rejoignent celles d'Aktas et al. (2011).



### 8.3.Hypothèse 3

Testons l'hypothèse 3 : Les bonnes politiques nationales en matières environnementales, sociales et de gouvernance sont créatrices d'une performance anormale positive à l'occasion d'une transaction de fusion et acquisition.

#### 8.3.1. Présentation des résultats de l'hypothèse 3

**Table 8.5 : Test de l'hypothèse 3, relation (15)**

	(15.1) CARc	(15.2) CARc	(15.3) CARc	(15.4) CARc	(15.5) CARa	(15.6) CARa	(15.7) CARa	(15.8) CARa
DIST_ESGNAT	0.000188 (0.07)				-0.00265* (-1.74)			
DIST_ENVNAT		0.000317 (0.23)				0.000659 (0.86)		
DIST_SOCNAT			-0.000403 (-0.27)				-0.00108 (-1.30)	
DIST_GOVNAT				0.000146 (0.17)				-0.000865* (-1.80)
BMc	0.0000536* (1.93)	0.0000550** (1.98)	0.0000540* (1.97)	0.0000526* (1.84)	0.00000215 (0.14)	-2.06e-08 (-0.00)	-0.00000198 (-0.13)	0.00000582 (0.37)
LEVc	-0.00137 (-1.09)	-0.00136 (-1.09)	-0.00133 (-1.06)	-0.00138 (-1.10)	0.00162** (2.31)	0.00150** (2.15)	0.00157** (2.25)	0.00159** (2.28)
ROAc	0.106 (0.87)	0.104 (0.86)	0.108 (0.89)	0.105 (0.87)	0.123* (1.81)	0.106 (1.57)	0.115* (1.71)	0.118* (1.75)
ROEc	0.0119 (0.52)	0.0120 (0.52)	0.0123 (0.53)	0.0118 (0.51)	-0.00113 (-0.09)	-0.00202 (-0.16)	-0.00125 (-0.10)	-0.00147 (-0.11)
CAPc	-0.0524*** (-5.61)	-0.0523*** (-5.61)	-0.0523*** (-5.61)	-0.0525*** (-5.61)	-0.0114** (-2.20)	-0.0119** (-2.28)	-0.0118** (-2.27)	-0.0113** (-2.17)
BMa	-0.0000563* (-1.67)	-0.0000543 (-1.55)	-0.0000552 (-1.62)	-0.0000563* (-1.67)	0.00000404 (0.21)	0.00000965 (0.49)	0.00000859 (0.45)	0.00000482 (0.26)
LEVa	-0.00133 (-1.60)	-0.00134 (-1.60)	-0.00133 (-1.60)	-0.00133 (-1.60)	0.000128 (0.27)	0.0000910 (0.19)	0.0000957 (0.21)	0.000132 (0.28)
ROAa	0.0336 (0.21)	0.0347 (0.21)	0.0363 (0.22)	0.0336 (0.21)	-0.0829 (-0.91)	-0.0864 (-0.95)	-0.0815 (-0.89)	-0.0858 (-0.95)
ROEa	-0.000388 (-0.09)	-0.000422 (-0.10)	-0.000456 (-0.11)	-0.000374 (-0.09)	-0.000509 (-0.22)	-0.000358 (-0.16)	-0.000462 (-0.20)	-0.000481 (-0.21)
CAPa	0.0388*** (4.46)	0.0387*** (4.45)	0.0386*** (4.44)	0.0389*** (4.46)	0.00214 (0.44)	0.00255 (0.52)	0.00227 (0.47)	0.00220 (0.45)
CONT	0.0723*** (2.99)	0.0715*** (2.97)	0.0715*** (2.97)	0.0727*** (2.99)	-0.0214 (-1.59)	-0.0194 (-1.44)	-0.0198 (-1.47)	-0.0222 (-1.64)
ATT	0.0898*** (2.93)	0.0906*** (2.94)	0.0904*** (2.94)	0.0898*** (2.93)	-0.00991 (-0.58)	-0.00833 (-0.48)	-0.00843 (-0.49)	-0.00974 (-0.57)
DIST_ECONAT	0.00144 (0.61)	0.00136 (0.75)	0.00167 (1.02)	0.00146 (0.87)	0.000407 (0.31)	-0.00171* (-1.69)	-0.000976 (-1.06)	-0.000746 (-0.80)
Constante	0.312* (1.66)	0.313* (1.66)	0.314* (1.67)	0.313* (1.66)	0.199* (1.90)	0.200* (1.90)	0.204* (1.94)	0.196* (1.87)
N	229	229	229	229	229	229	229	229
R <sup>2</sup> ajusté	0.220	0.220	0.220	0.220	0.053	0.043	0.047	0.054

Statistique t entre parenthèses

\*  $p < 0.10$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

La Table 8.5 présente la variation moyenne du rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible et de l'acquéreur selon la variation de la distance ESG des pays de domiciliation de chacun, des caractéristiques propres à la cible, à l'acquéreur ou à la transaction.

La relation (15.1) étudie l'influence de la distance ESG entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation positive entre l'écart des cotes ESG nationale et le rendement aux actionnaires de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance ESG nationale n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.6) et (14.1) à (14.4).

La relation (15.2) étudie l'influence de la distance environnementale entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation positive entre l'écart des cotes environnementales nationales et le rendement aux actionnaires de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance environnementale nationale n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.6), (14.1) à (14.4) et (15.1).

La relation (15.3) étudie l'influence de la distance sociale entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation négative entre l'écart des cotes sociales nationales et le rendement aux actionnaires de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance sociale nationale n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.6), (14.1) à (14.4), (15.1) et (15.2).

La relation (15.4) étudie l'influence de la distance en matière de gouvernance entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de la cible. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation positive entre l'écart des cotes sociales nationales et le rendement aux actionnaires de la cible. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance sociale nationale n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de la cible.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.1), (12.2) et (13.1) à (13.6), (14.1) à (14.4) et (15.1) à (15.3).

La relation (15.5) étudie l'influence de la distance ESG entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation négative entre l'écart des cotes ESG nationales et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur. Selon les résultats, lorsque la cote ESG du pays de l'acquéreur est plus élevée que celle du pays de la cible (lorsque variable DIST\_ESGNAT prend une valeur positive), les actionnaires de

l'acquéreur voient leur rendement diminuer. À l'inverse, lorsque la cote ESG du pays de la cible est plus élevée que celle du pays de l'acquéreur (variable DIST\_ESGNAT négative), les actionnaires de ce dernier gagnent en rendement. Chaque point d'écart positif entraîne une diminution de 0.27% du rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur, alors que chaque point d'écart négatif entraîne une hausse de 0.27% du rendement.

Cependant, ce résultat n'est significatif qu'à un seuil de 10% et doit être interprété avec prudence.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12) et (14.5) à (14.8).

La relation (15.6) étudie l'influence de la distance environnementale entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation positive entre l'écart des cotes environnementales nationales et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance environnementale nationale n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12), (14.5) à (14.8) et (15.5).

La relation (15.7) étudie l'influence de la distance sociale entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation négative entre l'écart des cotes sociales nationales et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur. Cependant, ce résultat n'est pas significatif, il faut donc conclure que la distance sociale nationale n'a pas d'impact sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12), (14.5) à (14.8), (15.5) et (15.6).

La relation (15.8) étudie l'influence de la distance « gouvernance » entre le pays d'origine de l'acquéreur et celui de la cible sur le rendement anormal cumulatif acquis aux actionnaires de l'acquéreur. La Table 8.5 indique qu'il y aurait une relation négative entre la différence des cotes en matière de gouvernance nationale et le rendement aux actionnaires de l'acquéreur. Selon les résultats, lorsque la cote de gouvernance du pays de l'acquéreur est plus élevée que celle du pays de la cible (lorsque la variable DIST\_GOVNAT prend une valeur positive), les actionnaires de l'acquéreur voient leur rendement diminuer. À l'inverse, lorsque la cote de gouvernance du pays de la cible est plus élevée que celle du pays de l'acquéreur (variable DIST\_GOVNAT négative), les actionnaires de ce dernier gagnent en rendement. Chaque point d'écart positif entraîne une diminution de 0.09% du rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur, alors que chaque point d'écart négatif entraîne une hausse de 0.09% du rendement.

Cependant, ce résultat n'est significatif qu'à un seuil de 10% et doit être interprété avec prudence.

Quant aux variables de contrôle, notons que les résultats sont cohérents avec ceux obtenus à l'étude des relations (12.3), (12.4) et (13.7) à (13.12), (14.5) à (14.8) et (15.5) à (15.7).

### **8.3.2. Analyse des résultats de l'hypothèse 3**

Les résultats obtenus nous conduisent à rejeter l'hypothèse 3 quant à la distance «environnementale» et la distance «sociale». Par contre, il semble que la distance «ESG» et la distance «gouvernance» entre les pays d'origine de l'acquéreur et de la cible ont une influence négative sur le rendement anormal cumulatif aux actionnaires de l'acquéreur. Bien que ces résultats ne soient significatifs qu'à un seuil de 10%, ils sont robustes à l'écart de force économique entre les pays respectifs. Il est possible que le résultat observé quant à la distance ESG soit principalement attribuable à la relation entre la « gouvernance » et le rendement.

Rappelons que la cote ESG attribuée aux pays est un reflet de la qualité de son cadre législatif quant aux enjeux environnementaux, sociaux et en matière de gouvernance. Selon les résultats de la relation (15.8) une différence positive dans les cadres nationaux en matière de gouvernance nationale (soit, le pays de l'acquéreur a un meilleur cadre que le pays de la cible) entraîne une diminution de rendement aux actionnaires de l'acquéreur.

À l'opposé une différence négative dans les cadres nationaux en matière de gouvernance nationale (soit, le pays de l'acquéreur a un cadre moins bon que le pays de la cible) entraîne une hausse de rendement aux actionnaires de l'acquéreur.

Les résultats supportent donc les conclusions de Kuipers, Miller et Patel (2009) et La Porta et al. (2002) à l'effet que les bonnes pratiques nationales en matière de gouvernance mènent à une création de valeur pour les actionnaires de l'acquéreur. Ainsi, le tout indique qu'un régime de gouvernance national ait une valeur aux yeux des investisseurs puisqu'ils reconnaissent que leur investissement sera protégé par un cadre légal fort, la primauté du droit et la lutte à la corruption.

Dans ce contexte, il est possible que le marché récompense la décision de la firme d'investir dans un pays avec une meilleure gouvernance, auquel cas il y aurait une attente raisonnable à ce que les meilleures pratiques ruissellent de la cible vers l'acquéreur. Comme l'indiquent Bruno et Claessens (2010), les normes de gouvernance privée et législatives peuvent se substituer. C'est-à-dire qu'un cadre légal faible n'empêche pas la firme de se doter elle-même de bonnes normes de gouvernance. Rappelons également que les meilleures pratiques en matière de gouvernance sont transférables de la cible vers l'acquéreur et de l'acquéreur vers la cible (Martynova et Renneboog, 2008).

À l'inverse, il semble que le marché punisse les entreprises provenant d'un pays ayant de bonnes normes de gouvernance qui investissent dans des entreprises provenant de pays

avec un moins bon cadre de gouvernance nationale. Indiquant que les investisseurs sont méfiants quant à la perspective que l'acquéreur investisse dans un pays où les protections sont moindres.

Les résultats quant à la distance «ESG» sont plus difficile à interpréter. Il se peut que l'influence de la cote ESG proviennent de l'effet induit par la gouvernance ou bien qu'individuellement, les aspects environnementaux et sociaux n'aient pas d'impact, mais fasse une différence une fois réunie.

Il est donc possible que les bénéfices associés aux bonnes pratiques environnementales et sociales au niveau nationale tels que décrits à la section 6.3 ait un impact sur le rendement, mais les résultats ne permettent pas de faire la distinction à un seuil de significativité satisfaisant.

## 9. Conclusion

La présente étude vise à identifier, dans un premier temps, des liens entre la performance en matière de responsabilité environnementale, sociale et gouvernance de firmes s'engageant dans une transaction de fusion et acquisition et le rendement encouru par les actionnaires de chacune des firmes participantes au cours des jours entourant l'annonce de la transaction projetée. Dans un second temps, la relation entre le cadre ESG au niveau national des pays de domiciliation de chacune des firmes et le rendement encouru au moment de l'annonce est à l'étude.

Les tests précédemment décrits montrent qu'il faut rejeter l'hypothèse à l'effet qu'une bonne performance environnementale, sociale ou au niveau de la gouvernance de la part de l'acquéreur ait un effet sur la probabilité de complétion de la transaction. Quant à l'effet des composantes ESG de la cible sur la probabilité de complétion de la transaction, seule la gouvernance présente un impact significatif (relation (10.4)). Au sein de l'échantillon analysé, le niveau de qualité de la gouvernance de la cible est négativement corrélé avec les chances de compléter la transaction.

Ce résultat doit être mis en relation avec les conclusions relativement aux relations (12.1) et (13.3). Les hypothèses 2.1 et 2.2 quant à l'impact de la cote ESG et ses composantes sur la création de valeur ne peuvent pas être rejetées. En somme, la bonne gouvernance du côté de la cible peut nuire à la complétion des transactions, cependant il est cohérent d'y voir une bonne gestion de la part des dirigeants qui négocient les termes de celle-ci au nom des actionnaires. En effet, la bonne gouvernance est également créatrice de valeur pour les actionnaires de la cible, tel que montré par l'étude de la relation (13.3). Or, il faut en conclure que les politiques de gouvernance fortes n'auront pas tendance à causer le retranchement managérial ou à engendrer des coûts d'agence indus.

Toujours du côté de la cible, la relation (13.2) indique qu'il y a une corrélation positive entre la responsabilité sociale de la firme et le rendement cumulatif à ses actionnaires au moment de l'annonce. Tel que prédit par la théorie des parties prenantes discutée aux sections 3.2.1 et suivantes, une bonne performance sociale serait un vecteur de création de valeur. Ceci étant, les tests conduits ne permettent pas de distinguer précisément la source de ces créations de valeur. Parmi les hypothèses avancées par la littérature, il peut y avoir la gestion efficiente des relations de la firme avec son environnement d'affaire ou la diminution des coûts de transaction.

Si la bonne performance ESG dans son ensemble tend à faire augmenter le rendement aux actionnaires de la cible, les tests liés à l'hypothèse 2.3 nous ont menés à rejeter un lien entre l'écart de la performance ESG (acquéreur et cible) et le rendement acquis aux investisseurs des firmes impliquées (acquéreur et cible). Il semble donc, que les marchés boursiers ne tiennent pas compte de l'écart de performance ESG quand une offre est déposée. Ce résultat nous indique également que les motifs de la transaction ne sont pas directement liés à la transférabilité de la performance ESG, ou que la mesure de distance de rend pas suffisamment compte des opportunités en matière de synergie. Ces conclusions ne rejettent

pas les preuves empiriques liées à la transférabilité des meilleures pratiques en matière de gouvernance ou de responsabilité sociale présentées aux sections 3.1.5 et suivantes. Les données analysées ne nous permettent de se prononcer que sur l'effet valeur au moment de l'annonce. Or, les résultats ne permettent pas de distinguer d'effet significatif de la performance ESG de la cible sur le rendement aux actionnaires de l'acquéreur au moment de l'annonce.

Pour ce qui est de l'influence des performances ESG de l'acquéreur sur le rendement aux actionnaires de celui-ci ou à ceux de la cible, il n'a pas été possible de distinguer d'effets au-delà d'un seuil de significativité de 10%. Notamment, l'ensemble des performances ESG de l'acquéreur aurait un impact positif sur le rendement des actionnaires de la cible, mais négatif sur le rendement des actionnaires de l'acquéreur. Par contre, aucune composante ESG individuelle de l'acquéreur n'a d'effet statistiquement significatif sur le rendement aux actionnaires de l'une ou l'autre des firmes. Pour ces raisons, il n'est pas possible de conclure sur l'effet des meilleures pratiques ESG du point de vue de la firmes acquéreuse.

Enfin, la distance ESG au niveau national entre les pays de domiciliation respectifs des firmes prenant part à la transaction semble avoir un impact négatif sur le rendement de l'acquéreur lorsque celui-ci dépose une offre sur une firme provenant d'un pays ayant un moins bon cadre ESG au niveau national. Cependant, il n'est pas possible de conclure avec certitude puisque que seulement un niveau de significativité de 10% a été atteint.

## Annexe 1 – Description des données ESG d'Asset 4

Pilier	Nom	Description
Corporate Governance	Corporate Governance Committee	Does the company have a corporate governance committee?
Corporate Governance	Board Functions and Committees Improvement Tools (inactive)	Does the company have the necessary internal improvement and information tools to develop appropriate and effective board functions and committees? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Audit Committee Independence	Percentage of independent board members on the audit committee as stipulated by the company.
Corporate Governance	Audit Committee Non-Executive Member	Percentage of non-executive board members on the audit committee as stipulated by the company.
Corporate Governance	Compensation Committee Independence	Percentage of independent board members on the compensation committee as stipulated by the company.
Corporate Governance	Compensation Committee Non-Executive Member	Percentage of non-executive board members on the compensation committee as stipulated by the company.
Corporate Governance	Nomination Committee Independence	Percentage of independent board members on the nomination committee as stipulated by the company.
Corporate Governance	Nomination Committee Non-Executive Member	Percentage of non-executive board members on the nomination committee as stipulated by the company.
Corporate Governance	Number of Board Meetings	The number of board meetings during the year.
Corporate Governance	Board Meeting Attendance Average	The average overall attendance percentage of board meetings as reported by the company.
Corporate Governance	Committee Meetings Attendance Average	The average overall attendance percentage of board committee meetings as reported by the company.
Corporate Governance	Board Functioning Processes (inactive)	Does the company describe, claim to have or mention the processes it uses to accomplish effective board functioning? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Succession Plan for Executives	Does the company have a succession plan for executive management in the event of unforeseen circumstances?
Corporate Governance	External Consultants	Does the board or board committees have the authority to hire external advisers or consultants without management's approval?
Corporate Governance	Nomination Committee	Does the company have a nomination committee?
Corporate Governance	Balanced Board Structure Improvement Tools (inactive)	Does the company have the necessary internal improvement and information tools for the board members to develop an appropriate balanced board structure? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Board Structure Type	Does the company have a unitary board structure, a two-tier board structure with a supervisory board or a mixed board structure with a board of directors and a supervisory board?
Corporate Governance	Chairman is ex-CEO	Has the chairman previously held the CEO position in the company?
Corporate Governance	Board Size	The total number of board members at the end of the fiscal year.
Corporate Governance	CEO Board Member	The CEO is a board member.
Corporate Governance	Board Member Membership Limits	The maximum number of years a board member can be on the board as stipulated by the company.
Corporate Governance	Board Member Re-election Years	The smallest interval of years in which the board members are subject to re-election.
Corporate Governance	Board Structure Processes (inactive)	Does the company describe, claim to have or mention the processes it uses to accomplish a balanced board structure? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Compensation Committee	Does the company have a compensation committee?



Corporate Governance	Compensation Improvement Tools	Does the company have the necessary internal improvement and information tools for the board members to develop appropriate compensation/remuneration to attract and retain key executives?
Corporate Governance	Senior Executive Long-term Compensation incentives	The maximum time horizon of targets to reach full senior executives' compensation.
Corporate Governance	CEO Compensation Link to Total Shareholder Return	Is the CEO's compensation linked to total shareholder return (TSR)?
Corporate Governance	Board Member Long-term Compensation incentives	The maximum time horizon of the board member's targets to reach full compensation.
Corporate Governance	Non-Executive Board Member Total Compensation	The total compensation of non-executive board members (if total aggregate is reported by the company).
Corporate Governance	Total Senior Executives Compensation	The total compensation paid to all senior executives (if total aggregate is reported by the company).
Corporate Governance	Senior Executive Remuneration Structure (inactive)	Does the company claim to subdivide the remuneration of senior executives according to fixed salaries, bonuses and stock option plans (or restricted stocks)? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Shareholders Approval of Stock Based Compensation Plan	Does the company require that shareholder approval is obtained prior to the adoption of any stock based compensation plans?
Corporate Governance	Shareholders Approval of Stock Option Programme Compliance (inactive)	Does the company comply with regulations stating that stock options are only granted with a vote at a shareholder meeting? (inactive as of June 10, 2011)
Corporate Governance	Vesting of Stock Options/Restricted Stock (inactive)	The number of years that the company's most recently granted stock options or restricted stocks take to fully vest (since the date of the grant). (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Management Compensation Controversies	Number of controversies published in the media linked to high executive or board compensation.
Corporate Governance	Compensation Policy Processes (inactive)	Does the company describe, claim to have or mention the processes it uses to accomplish adequate compensation/remuneration to attract and retain key executives? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Recent Management Compensation Controversies	Number of controversies published in the media linked to high executive or board compensation published since the last fiscal year company update..
Corporate Governance	CSR Sustainability Committee	Does the company have a CSR committee or team?
Corporate Governance	ICC's Business Charter for Sustainable Development (inactive)	Is the company a signatory of the ICC's Business Charter for Sustainable Development? (inactive as of January 2011)
Corporate Governance	CSR Sustainability Index (inactive)	Does the company report on belonging to a specific sustainability index? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Integrated Vision and Strategy Challenges and Opportunities (inactive)	Is the company openly reporting about the challenges or opportunities of integrating financial and extra-financial issues, and the dilemmas and trade-offs it faces? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Integrated Strategy in MD&A	Does the company explicitly integrate financial and extra-financial factors in its management discussion and analysis (MD&A) section in the annual report?
Corporate Governance	Global Compact	Has the company signed the UN Global Compact?
Corporate Governance	Global Compact Years (inactive)	Number of years the company has been a signatory of UN Global Compact. (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Stakeholder Engagement	Does the company explain how it engages with its stakeholders?
Corporate Governance	CSR Sustainability Reporting	Does the company publish a separate sustainability report or publish a section in its annual report on sustainability?
Corporate Governance	GRI Report Guidelines	Is the company's sustainability report published in accordance with the GRI guidelines?

Corporate Governance	CSR Report Global Activities	Does the company's sustainability report take into account the global activities of the company?
Corporate Governance	CSR Sustainability External Audit	Does the company have an external auditor of its sustainability report?
Corporate Governance	CSR Sustainability External Audit Name	The name of the external auditor of the sustainability report.
Corporate Governance	ESG Reporting Scope	The percentage of the company's activities covered in its Environmental and Social reporting.
Corporate Governance	Shareholder Rights Improvement Tools (inactive)	Does the company have the necessary internal improvement and information tools for the board members to develop appropriate shareholder rights principles? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Different Share classes different rights	Does the company have different class stocks with different voting rights?
Corporate Governance	Non-Voting Shares (inactive)	Does the company have non-voting rights common (not preferred) shares? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Multiple or Double Voting Rights Shares (inactive)	Does the company have multiple (double) voting rights shares? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Priority Shares or Transfer Limitations (inactive)	Does the company have shares with different rights like priority shares or transfer limitations? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Voting Cap	Does the company have shares with a voting cap (ceilings) clause, ownership ceilings or control share acquisition provision?
Corporate Governance	Voting Cap Percentage	The percentage of maximum voting rights allowed or ownership rights.
Corporate Governance	Minimum Number of Shares to Vote	Has the company set requirements for a minimum number of shares to vote?
Corporate Governance	Majority Requirements for Election of Directors	Are the company's board members elected with a majority vote?
Corporate Governance	Shareholders Vote on Executive Pay	Do the company's shareholders have the right to vote on executive compensation?
Corporate Governance	Public Availability Corporate Statutes	Are the company's articles of association, statutes or bylaws publicly available?
Corporate Governance	Single Biggest Owner (inactive)	The percentage ownership of the single biggest owner (by voting power). (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Single Biggest Owner Voting Rights (inactive)	The percentage voting right of the single biggest owner (by voting power). (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Single Biggest Owner Name (inactive)	The name of the biggest owner (by voting power). (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Veto Power or Golden Share	Does the biggest owner (by voting power) hold the veto power or own golden shares?
Corporate Governance	State Owned Enterprise (SOE)	Is the company a State Owned Enterprise (SOE)?
Corporate Governance	Poison Pill	Does the company have a poison pill (shareholder rights plan, macaroni defense, etc.)?
Corporate Governance	Unlimited Authorized Capital or Blank Check	Does the company have unlimited authorized capital or a blank check?
Corporate Governance	Classified Board Structure	Does the company have a classified board structure?
Corporate Governance	Staggered Board Structure	Does the company have a staggered board structure?
Corporate Governance	Supermajority or Qualified Majority Vote Requirements	Does the company have a supermajority vote requirement or qualified majority (for amendments of charters and bylaws or lock-in provisions)?
Corporate Governance	Golden Parachute	Does the company have a golden parachute or other restrictive clauses related to changes of control (compensation plan for accelerated pay-out)?
Corporate Governance	Limited Shareholder Rights to Call Meetings	Has the company limited the rights of shareholders to call special meetings?
Corporate Governance	Elimination of Cumulative Voting Rights	Has the company reduced or eliminated cumulative voting in regard to the election of board members?

Corporate Governance	Pre-emptive Rights	Does the company grant pre-emptive rights to existing shareholders?
Corporate Governance	Company Cross Shareholding	Does the company have significant cross shareholding that can prevent takeovers?
Corporate Governance	Confidential Voting Policy	Does the company have a confidential voting policy (i.e., management cannot view the results of shareholder votes)?
Corporate Governance	Limitation of Director Liability	Does the company have a limitation of director liability?
Corporate Governance	CalPERS Focus List (inactive)	Is the company on the CalPERS Focus List? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Shareholder Rights Controversies	Number of controversies linked to shareholder rights infringements published in the media.
Corporate Governance	Recent Shareholder Rights Controversies	Number of controversies linked to shareholder rights infringements published since the last fiscal year company update.
Corporate Governance	Share Holder Rights Processes (inactive)	Does the company describe, claim to have or mention the processes it uses to accomplish shareholder rights? (inactive as of FY2014 updates)
Corporate Governance	Significant Company Transactions (M&A) Shareholders Approval	Limitations to the shareholders right to approve significant company transitions such as M&As (no rights to vote or supermajority required)?
Corporate Governance	Fair Price Provision	Is the company subject to fair price provision, either under applicable law or as stated in the company documents (charter or bylaws)?
Corporate Governance	Limitations on Removal of Directors	Are there limitations on the shareholders' right to remove board members (i.e., only for cause, supermajority vote required, etc.)?
Corporate Governance	Advance Notice for Shareholder Proposals	Does the company have deadlines relating to shareholder proposals?
Corporate Governance	Advance Notice Period	What is the minimum interval (in days) prior to the next shareholder meeting beyond which a shareholder proposal will not be accepted?
Corporate Governance	Written Consent Requirements	Does the company permit actions to be taken without meeting by written consent?
Corporate Governance	Expanded Constituency Provision	Does the company have expanded-constituency provisions in place?
Corporate Governance	Poison Pill Adoption Date	The adoption date of the poison pill.
Corporate Governance	Poison Pill Expiration Date	The expiration date of the poison pill.
Economic	Advanced Cost/Risk Management Techniques (inactive)	Does the company report about the use of any advanced cost/risk management techniques (TQM, Change Management, strategies to manage market risks, exchange rate risks, etc.)? (inactive as of FY2014 updates)
Economic	Employee Satisfaction Percentage	The percentage of employee satisfaction as reported by the company.
Economic	Audit Committee	Does the company have an audit committee?
Economic	Share Buyback	Did the company buy back some of its shares during the fiscal year?
Economic	Share Buyback Amount	The total monetary value of the shares repurchased by the company during the fiscal year..
Economic	Change in Treasury Stock	The percentage change in treasury shares to outstanding shares during the fiscal year.
Economic	Earnings Restatement	Is the company in the process of a material earnings restatement?
Economic	Profit Warnings	Has the company issued a profit warning during the year?
Economic	Insider Dealings Controversies	Number of controversies published in the media linked to insider dealings and other share price manipulations.
Economic	Auditor Independence Rotation	The number of years after which the company rotates its statutory auditor.

Economic	Audit Service Fees	Fees paid to auditor for audit services.
Economic	Audit-Related Service Fees	Fees paid to auditor for audit-related services.
Economic	Non-Audit Service Fees	Fees paid to auditor for non-audit services.
Economic	Accounting Controversies	Number of controversies published in the media linked to aggressive or non-transparent accounting issues.
Economic	Accounting Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to aggressive or non-transparent accounting. (inactive as of FY2014 updates)
Economic	Litigation Provisions (inactive)	Total amount of litigation provisions as provided by the company. (inactive as of FY2014 updates)
Economic	Litigation Expenses and Provisions	Total of all litigation expenses and provisions incurred as reported by the company.
Economic	Recent Insider Dealings Controversies	Number of controversies linked to insider dealings and other share price manipulations published since the last fiscal year company update.
Economic	Recent Accounting Controversies	Number of controversies linked to aggressive or non-transparent accounting issues published since the last fiscal year company update.
Economic	Marketing Expenditures	Marketing expenditures.
Economic	Patents (inactive)	Total U.S. patents owned by the company in the current year. (inactive as of FY2014 updates)
Economic	Brand Value (inactive)	Total value of the company's brands in US dollars. (inactive as of FY2014 updates)
Economic	Consumer Controversies	Number of controversies published in the media linked to consumer complaints or dissatisfaction directly linked to the company's products or services.
Economic	Customer Satisfaction Percentage	The percentage of customer satisfaction as reported by the company
Economic	Recent Consumer Controversies	Number of controversies linked to consumer complaints or dissatisfaction directly linked to the company's products or services that have been published since the last fiscal year company update.
Environmental	Emission Reduction UNEP Declaration on Cleaner Production (inactive)	Is the company a signatory of the UNEP Declaration on Cleaner Production? (inactive as of January 2011)
Environmental	CERES Valdez Principles (inactive)	Is the company endorsing the CERES principles (or Valdez principles)? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Emission Reduction UNEP Finance Initiative (FI) Statements (inactive)	Is the company a signatory of the UNEP Finance Initiative (FI) statements? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Emission Reduction Responsible Care Initiative (inactive)	Is the company a participant in the Responsible Care initiative (chemical companies)? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Biodiversity Impact Reduction	Does the company report on its impact or on activities to reduce its impact on biodiversity?
Environmental	Biodiversity Restoration Protection (inactive)	Does the company report on initiatives to restore or protect native ecosystems or the biodiversity of protected and sensitive areas? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Biodiversity Controversies (inactive)	Number of controversies published in the media linked to biodiversity. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	CO2 Equivalents Emission Total	Total CO2 and CO2 equivalents emissions
Environmental	CO2 Equivalents Emission Direct	Direct CO2 and CO2 equivalents emissions
Environmental	CO2 Equivalents Emission Indirect	Indirect of CO2 and CO2 equivalents emissions
Environmental	Flaring of Natural Gas	Total direct flaring or venting of natural gas emissions
Environmental	Cement CO2 Equivalents Emission	Total CO2 and CO2 equivalents emission in tonnes per tonne of cement produced.
Environmental	CO2 Equivalents Emission Reduction Production (inactive)	Does the company show an initiative to reduce, reuse, recycle, substitute, phased out or compensate CO2 equivalents in the production process? (inactive as of FY2014 updates)

Environmental	CO2 Equivalents Emission Reduction Transportation (inactive)	Does the company show an initiative to reduce, reuse, recycle, substitute or phase out CO2 equivalents in the product transportation process? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	F-Gases Emissions Reduction (inactive)	Does the company report on initiatives to recycle, reduce, reuse or phase out fluorinated gases such as HFCs (hydrofluorocarbons), PFCs (perfluorocarbons) or SF6 (sulfur hexafluoride)? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Ozone-Depleting Substances Reduction (inactive)	Does the company report on initiatives to recycle, reduce, reuse or substitute ozone-depleting (CFC-11 equivalents, chlorofluorocarbon) substances? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Ozone-Depleting Substances	Total amount of ozone depleting (CFC-11 equivalents) substances emitted
Environmental	NOx and SOx Emissions Reduction Initiatives	Does the company report on initiatives to reduce, reuse, recycle, substitute, or phase out SOx (sulfur oxides) or NOx (nitrogen oxides) emissions?
Environmental	NOx Emissions	Total amount of NOx emissions emitted
Environmental	SOx Emissions	Total amount of SOx emissions emitted
Environmental	VOC Emissions Reduction Initiatives	Does the company report on initiatives to reduce, substitute, or phase out volatile organic compounds (VOC)?
Environmental	Particulate Matter Reduction Initiatives	Does the company report on initiatives to reduce, substitute, or phase out particulate matter less than ten microns in diameter (PM10)?
Environmental	POP Emissions Reduction (inactive)	Does the company report on initiatives to reduce, substitute, or phase out persistent organic pollutants (POP)? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	HAP Emissions Reduction (inactive)	Does the company report on initiatives to reduce, substitute, or phase out hazardous air pollutants (HAP)? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	VOC Emissions	Total amount of volatile organic compounds (VOC) emissions
Environmental	Waste Total	Total amount of waste produced
Environmental	Non-Hazardous Waste	Total amount of non-hazardous waste produced
Environmental	Waste Recycled Total	Total recycled and reused waste
Environmental	Hazardous Waste	Total amount of hazardous waste produced
Environmental	Water Discharged	Total volume of water discharged
Environmental	Water Pollutant Emissions	Total weight of water pollutant emissions
Environmental	Biological Oxygen Demand BOD Effluents in Discharge (inactive)	Total weight of Biological Oxygen Demand (BOD) in the water discharged in tonnes. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Chemical Oxygen Demand COD Effluents in Discharge (inactive)	Total weight of Chemical Oxygen Demand (COD) in the water discharged in tonnes. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Total Suspended Solid TSS Effluents in Discharge (inactive)	Total weight of total suspended solids (TSS) in the water discharged in tonnes. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Waste Reduction Initiatives	Does the company report on initiatives to recycle, reduce, reuse, substitute, treat or phase out any type of waste?
Environmental	e-Waste Reduction Initiatives	Does the company report on initiatives to recycle, reduce, reuse, substitute, treat or phase out e-waste?
Environmental	Hazardous Waste Reduction (inactive)	Does the company report on initiatives to recycle, reduce, reuse, substitute, treat or phase out hazardous waste? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Wastewater Reduction (inactive)	Does the company report on initiatives to recycle, reduce, reuse, substitute, treat or phase out wastewater (BOD, COD, TSS, POP, AOX, nitrate and nitrogen, phosphorous or metals)? (inactive as of FY2014 updates)

Environmental	Production Concentration (inactive)	Does the company report on the concentration of production locations in order to limit the environmental impact during the production process? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Emissions Trading	Does the company participate in any emissions trading initiative, as reported by the company?
Environmental	New Production Techniques (inactive)	Does the company report on new production techniques to improve the global environmental impact (all emissions) during the production process? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Environmental Partnerships	Does the company report on partnerships or initiatives with specialized NGOs, industry organizations, governmental or supra-governmental organizations, which are focused on improving environmental issues?
Environmental	ISO 14000 or EMS	Does the company claim to have a certified Environmental Management System?
Environmental	EMAS Certified (inactive)	Does the company claim to have an Environmental Management System certification other than ISO 14000? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	ISO 14000 or EMS Certified Percent	The percentage of company sites or subsidiaries that are certified with any environmental management system.
Environmental	Environmental Restoration Initiatives	Does the company report or provide information on sizable company-generated initiatives to restore the environment?
Environmental	Staff Transport Impact Reduction Initiatives	Does the company report on initiatives to reduce the environmental impact of transportation used for its staff?
Environmental	Logistics and Product Transportation Impact Reduction (inactive)	Does the company report on initiatives to reduce the environmental impact of the transportation of its products? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Spills and Pollution Controversies (inactive)	Number of controversies published in the media linked to spills of chemicals, oils and fuels as well as controversies relating to the overall impacts of the company on the environment. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Volume of Accidental Spills	Direct and accidental oil and other hydrocarbon spills
Environmental	Spill Impact Reduction (inactive)	The company reports on initiatives to reduce, avoid or minimize the effects of spills or other polluting events (environmental crisis management system, or disaster recovery plan). (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Climate Change Risks/Opportunities	Is the company aware that climate change can represent commercial risks and/or opportunities?
Environmental	env Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding environmental controversies. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Environmental Expenditures	Total amount of environmental expenditures.
Environmental	Environmental Provisions	Environmental provisions as reported within the balance sheet.
Environmental	Environmental Investments Initiatives	Does the company report on making environmental investments to reduce future risks or increase opportunities?
Environmental	CO2e Indirect Emissions, Scope 3	Total CO2 and CO2 equivalent Scope Three emissions
Environmental	Carbon Offsets/Credits	The equivalent of the CO2 offsets, credits and allowances purchased and/or produced by the company during the fiscal year.
Environmental	Waste Recycling Ratio	The waste recycling ratio as reported by the company.
Environmental	Roundtable on Sustainable Palm Oil (inactive)	Is the company a member of the Roundtable on Sustainable Palm Oil? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Recent Biodiversity Controversies (inactive)	Number of controversies linked to biodiversity published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)

Environmental	Recent Spills and Pollution Controversies (inactive)	Number of controversies linked to spills of chemicals, oils and fuels as well as controversies relating to the overall impacts of the company on the environment published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Emission Reduction Commitment (inactive)	Has there been a public commitment from a senior management or board member to emission reduction? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Self-Reported Environmental Fines	Environmental fines as reported by the company
Environmental	Estimated CO2 Equivalents Emission Total	The estimated total CO2 and CO2 equivalents emission in tonnes.
Environmental	CO2 estimation method	CO2 estimate method
Environmental	TRBC used for Median Calculation	TRBC code used to calculate estimate if the Median model is used
Environmental	Environmental Products	Does the company report on at least one product line or service that is designed to have positive effect on the environment or which is environmentally labeled and marketed?
Environmental	Product Produced Total (inactive)	Product produced in tonnes. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Energy Footprint Reduction (inactive)	Does the company describe initiatives in place to reduce the energy footprint of its products during their use? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Environmental R&D Expenditures	Total amount of environmental R&D costs (without clean up and remediation costs).
Environmental	env R&D (inactive)	Does the company invest in R&D on new environmentally friendly products or services that will limit the amount of emissions and resources needed during product use? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Noise Reduction	Does the company develop new products that are marketed as reducing noise emissions?
Environmental	Fleet Fuel Consumption	Total fleet's average fuel consumption in l/100km.
Environmental	Hybrid Technology	Is the company developing hybrid technology?
Environmental	Fleet CO2 Emissions	Total fleet's average CO2 and CO2 equivalent emissions in g/km.
Environmental	ESG Screened Asset Under Management	Does the company report on ESG screened Assets Under Management?
Environmental	Equator Principles	Is the company a signatory of the Equator Principles (commitment to manage environmental issues in project financing)?
Environmental	Environmental Project Financing	Does the company claim to use ESG criteria as part of its investment or lending or underwriting decisions?
Environmental	Liquefied Natural Gas (inactive)	Does the company develop new products and services linked to liquefied natural gas? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Nuclear	Does the company construct nuclear reactors, produce nuclear energy or extract uranium?
Environmental	Nuclear Production	Percentage of total energy production from nuclear energy.
Environmental	Labeled Wood Percentage	The percentage of labeled wood or forest products from total wood or forest products.
Environmental	Labeled Wood	Does the company claim to produce or distribute wood or forest products that are labeled?
Environmental	Organic Products Initiatives	Does the company report or show initiatives to produce or promote organic food or other products?
Environmental	Take-back and Recycling Initiatives	Does the company reports about take-back procedures and recycling programs to reduce the potential risks of products entering the environment?



Environmental	Product Environmental Responsible Use	Does the company report about product features and applications or services that will promote responsible and environmentally preferable use?
Environmental	GMO Free Products (inactive)	Does the company make a commitment to exclude GMO ingredients from its products or retail offerings? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	GMO Products	Does the company produce or distribute genetically modified organisms (GMO)?
Environmental	GMO Product Labelling (inactive)	Does the company have a policy to clearly label products to consumers if they contain Genetically Modified ingredients? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Agrochemical Products	Does the company produce or distribute agrochemicals like pesticides, fungicides or herbicides?
Environmental	Agrochemical 5 % Revenues	Are the revenues generated by the company from agrochemicals 5% or more of company sales?
Environmental	Chlorine Products (inactive)	Does the company produce or distribute chlorine-based chemicals? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Animal Testing	Is the company involved in animal testing?
Environmental	Animal Testing Cosmetics	Is the company involved in animal testing for cosmetics?
Environmental	Animal Testing Guidelines (inactive)	Is the company endorsing guidelines on animal testing (e.g., the EU guideline on animal experiments)? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Animal Testing Reduction Initiative	Has the company established a program or an initiative to minimize or phase out animal testing?
Environmental	env Awards (inactive)	Has the company received product awards with respect to environmental responsibility? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	env Labels (inactive)	Does the company use product labels (e.g., FSC, Energy Star, MSC) indicating the environmental responsibility of its products? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Product Impact Media Controversies (inactive)	Number of controversies published in the media linked to the environmental impact of the company's products. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Clean Technology	Is the company developing clean technology (wind, solar, hydro and geo-thermal and biomass power)?
Environmental	Water Technology	Does the company develop products or technologies that are used for water treatment, purification or that improve water use efficiency?
Environmental	Sustainable Building Products	Does the company develop products and services that improve the energy efficiency of buildings?
Environmental	Eco-Design Products	Does the company report on specific products which are designed for reuse, recycling or the reduction of environmental impacts?
Environmental	Real Estate Sustainability Certification	Does the company claim to lease, rent or market buildings that are certified by BREEAM, LEED or any other nationally recognized real estate certification?
Environmental	Revenue from env Products (inactive)	Percentage of Sales from Environmental products (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Recent Product Impact Media Controversies (inactive)	Number of controversies linked to the environmental impact of the company's products published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	env Product Innovation Improvement Targets (inactive)	Has the company set targets or objectives to be achieved for environmental product innovation? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	env Product Innovation Processes (inactive)	Does the company describe, claim to have or mention the processes it uses to accomplish environmental product innovation? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Environment Management Team	Does the company have an environmental management team?



Environmental	Environment Management Training	Does the company train its employees on environmental issues?
Environmental	Environment Management Improvement Tools (inactive)	Does the company have the appropriate internal communication tools (whistle blower, ombudsman, suggestion box, hotline, newsletter, intranet, etc.) to ensure better environmental management? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Materials Total (inactive)	Total amount of materials used in tonnes. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Materials Recycled and Reused Total (inactive)	The percentage of recycled materials of the total materials used. (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Materials Sourcing Environmental Criteria	Does the company claim to use environmental criteria to source materials?
Environmental	Toxic Substances Reduction Initiatives	Does the company report on initiatives to reduce, reuse, substitute or phase out toxic chemicals or substances?
Environmental	Toxic Chemicals Reduction Partnership (inactive)	Has the company joined an agency or a group that aims to reduce the generation of harmful chemicals? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Energy Use Total	Total direct and indirect energy consumption
Environmental	Indirect Energy Use	Indirect energy consumption
Environmental	Cement Energy Use	Total energy use in gigajoules per tonne of clinker produced.
Environmental	Renewable Energy Use	Does the company make use of renewable energy?
Environmental	Green Buildings	Does the company report about environmentally friendly or green sites or offices?
Environmental	Energy Efficiency Initiatives (inactive)	Does the company report on specific initiatives to improve its energy efficiency? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Water Withdrawal Total	Total water withdrawal
Environmental	Fresh Water Withdrawal Total	Total fresh water withdrawal
Environmental	Water Recycled	Amount of water recycled or reused
Environmental	Water Recycle Initiative (inactive)	Does the company report on initiatives to reduce, reuse or recycle water? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Environmental Supply Chain Selection Management	Does the company use environmental or sustainable criteria in the selection process of its suppliers or sourcing partners?
Environmental	Environmental Supply Chain Partnership Termination	Does the company report or show to be ready to end a partnership with a sourcing partner, in the case of severe environmental negligence and failure to comply with environmental management standards?
Environmental	Land Environmental Impact Reduction	Does the company report on initiatives to reduce the environmental impact on land owned, leased or managed for production activities or extractive use?
Environmental	Coal Produced (raw material in tonnes)	Amount of Coal produced in tonnes (raw material)
Environmental	Oil Produced (raw material in barrels)	Amount of Oil Produced in barrels (raw material)
Environmental	Resource Reduction Commitment (inactive)	Has there been a public commitment from a senior management or board member to resource efficiency? (inactive as of FY2014 updates)
Environmental	Environmental Supply Chain Monitoring	Does the company conduct surveys of the environmental performance of its suppliers?
Environmental	Environmental Resource Impact Controversies	Number of controversies related to the environmental impact of the company's operations on natural resources or local communities.
Environmental	Recent Environmental Resource Impact Controversies	Number of controversies related to the environmental impact of the company's operations on natural resources or local communities since the last fiscal year company update.
Social	Health & Safety Advisory Panel (inactive)	Does the company have an independent advisory panel regarding consumer health & safety? (inactive as of FY2014 updates)

Social	Product Responsibility Monitoring	Does the company monitor the impact of its products or services on consumers or the community more generally?
Social	ISO 9000	Does the company claim to have an ISO 9000 certification or any industry specific certification (QS-9000-automotive, TL 9000-telecommunications, AS9100-aerospace, ISO/TS 16949-automotive, etc.)?
Social	Six Sigma and Quality Management Systems	Does the company claim to apply the Six Sigma, Lean Manufacturing, Lean Sigma, TQM or any other similar quality principles?
Social	Product Access Low Price	Does the company distribute any low-priced products or services specifically designed for lower income categories?
Social	Technology Know-How Sharing (inactive)	Does the company voluntarily share licenses, patents, intellectual property or useful technology with developing countries, or allow generics under specific conditions? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Social Labels (inactive)	Does the company promote the social responsibility of its products or services through product labels, fair trade labels or local suppliers support labels that the company is qualified to use or has received? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Healthy Food or Products	Does the company reportedly develop or market products and services that foster specific health and safety benefits for the consumers (healthy, organic or nutritional food, safe cars, etc.)?
Social	Fat Sugar Salt Children Advertising (inactive)	Does the company claim to limit advertisement of food with high fat, sugar or salt to children? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Embryonic Stem Cell Research	Is the company directly or indirectly involved in embryonic stem cell research?
Social	Guidelines for Good Clinical Research (inactive)	Does the company reportedly develop or follow clear guidelines for human clinical research (e.g., World Health Organization (WHO) guidelines for good clinical research)? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Clinical Trials Transparency (inactive)	Does the company show transparency in the publication of its clinical trials? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Retailing Responsibility	Does the company claim to retail Alcohol or Tobacco?
Social	Alcohol	Does the company produce alcoholic beverages?
Social	Alcohol Revenues	The revenues generated by the company from the sale of alcohol.
Social	Gambling	Does the company generate revenues from gambling?
Social	Gambling Revenues	The revenues generated by the company from gambling.
Social	Tobacco	Does the company produce tobacco?
Social	Tobacco Revenues	The revenues generated by the company from the sale of tobacco.
Social	Armaments	Does the company produce vehicles, planes, armaments or any combat materials used by the military?
Social	Armament Revenues	The revenues generated by the company from the sale of vehicles, planes, armaments and combat materials used by the military.
Social	Pornography	Does the company produce or distribute pornography?
Social	Contraceptives	Does the company produce hormonal contraceptives?
Social	Social Exclusion Controversy (inactive)	Number of controversies published in the media linked to market withdrawal (closing of branches), retreating or failing to serve specific markets or customers. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Obesity Risk	Does the company claim to fight against the obesity risk?

Social	SRI Socially Responsible Investments (inactive)	Does the company show in its role as an asset manager that it promotes socially responsible investments? (inactive as of FY2014 updates)
Social	FDA Warning Letters	Number of FDA warning letters received by the company.
Social	Product Delays	Total number of products or services which have been delayed.
Social	Not Approved Drug	Total number of drugs which have not been approved by regulators or similar official bodies.
Social	Product Recall	Has the company announced a mass recall of products or has completely withdrawn a product due to defects or safety reasons?
Social	Armaments 5% Revenues	Are revenues generated from armaments larger than 5% of the total net revenues?
Social	Nuclear 5% Revenues	Are revenues/energy generated from nuclear energy activities larger than 5% of the total revenues/energy?
Social	Gambling 5% Revenues	Are revenues generated from gambling activities larger than 5% of the total net revenues?
Social	Tobacco 5% Revenues	Are revenues generated from tobacco production larger than 5% of the total net revenues?
Social	Alcohol 5% Revenues	Are revenues generated from alcohol production larger than 5% of the total net revenues?
Social	Cluster Bombs	Does the company produce cluster bombs?
Social	Anti-Personnel Landmines	Does the company produce Anti-Personnel Landmines?
Social	Recent Customer Health & Safety Controversies	Number of controversies linked to the elements driving product quality and responsibility published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Product Quality Controversies (inactive)	Number of controversies linked to the elements driving product quality and responsibility published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Recent Privacy Controversies	Number of controversies linked to the elements driving product quality and responsibility published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Responsible Marketing Controversies	Number of controversies linked to the elements driving product quality and responsibility published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Product Access Controversies	Number of controversies linked to the elements driving product quality and responsibility published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Social Exclusion Controversy (inactive)	Number of controversies linked to market withdrawal (closing of branches), retreating or failing to serve specific markets or customers published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Product Responsibility Targets (inactive)	Has the company set targets or objectives on any of the elements of product quality and responsibility? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Recent FDA Warning Letters	Number of FDA Warning letters since the last fiscal year company update.
Social	Bribery and Corruption Training (inactive)	Does the company train its employees on the prevention of corruption and bribery? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Whistleblower Protection	Does the company have a provision for protecting whistleblowers?
Social	OECD Guidelines for Multinational Enterprises	Does the company claim to follow the OECD Guidelines for Multinational Enterprises?
Social	EITI Extractive Industries Transparency Initiative	Is the company a supporter of the "Extractive Industries Transparency Initiative (EITI)"?

Social	ICMM International Cyanide Management Code (inactive)	Is the company a supporter of the ICMM International Cyanide Management Code? (inactive as of FY2014 updates)
Social	WEF Partnering Against Corruption Initiative PACI (inactive)	Is the company a signatory of the "Partnering Against Corruption Initiative (PACI)" from the World Economic Forum? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Community Reputation Monitoring (inactive)	Does the company monitor its reputation or its relations with communities? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Donations Total	Total amount of all donations by the company.
Social	Cash Donations (inactive)	Total amount of cash donations. (inactive as of FY2014 updates)
Social	In-Kind Donations (inactive)	Total amount of other donations (in kind, volunteer work, research funded through the company's foundations, shares). (inactive as of FY2014 updates)
Social	Microfinance Impact Investment	Total community lending, financing and investments which are not considered donations.
Social	Political Contributions	Total amount of political donations, support of political candidates or contributions to parties as reported by the company.
Social	Donations (inactive)	Does the company make donations in cash or in kind? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Employees Community Work	Does the company foster employee engagement in voluntary community work?
Social	Company Foundation (inactive)	Does the company provide funding of community-related projects through a corporate foundation? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Bottom of Pyramid Pricing	Is the company selling some products or services at a discount to normal retail prices in emerging markets?
Social	Participation in Relief Schemes of Developed Countries (inactive)	Is the company selling some of its products or services below regular retail prices to people from poor backgrounds in developed countries? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Diseases of the Developing World	Does the company claim to conduct research and development on drugs for diseases in the developing world?
Social	Intellectual Property Controversies	Number of controversies published in the media linked to patents and intellectual property infringements.
Social	Intellectual Property Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to patents and intellectual property infringement. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Crisis Management Systems	Does the company report on crisis management systems or reputation disaster recovery plans to reduce or minimize the effects of reputation disasters?
Social	Public Health Controversies	Number of controversies published in the media linked to public health or industrial accidents harming the health & safety of third parties (non-employees and non-customers).
Social	Public Health Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to public health or industrial accidents harming the health & safety of third parties. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Business Ethics Controversies	Number of controversies published in the media linked to business ethics in general, political contributions or bribery and corruption.
Social	Business Ethics Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to business ethics in general, political contributions or bribery and corruption. (inactive as of FY2014 updates)

Social	Tax Fraud Controversies	Number of controversies published in the media linked to tax fraud, parallel imports or money laundering.
Social	Tax Fraud Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to tax fraud, parallel imports or money laundering. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Anti-Competition Controversy	Number of controversies published in the media linked to anti-competitive behavior (e.g., anti-trust and monopoly), price-fixing or kickbacks.
Social	Anti-Competition Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to price-fixing or anti-competitive behavior. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Indigenous People Controversies (inactive)	Number of controversies published in the media linked to disrespecting the rights of indigenous people. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Critical Countries Controversies	Number of controversies published in the media linked to activities in critical, undemocratic countries that do not respect fundamental human rights principles.
Social	List of Critical Countries	List of countries where the company is active that are known for human rights abuses.
Social	Recent Public Health Controversies	Number of controversies linked to public health or industrial accidents harming the health & safety of third parties (non-employees and non-customers) published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Business Ethics Controversies	Number of controversies linked to business ethics in general, political contributions or bribery and corruption published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Tax Fraud Controversies	Number of controversies linked to tax fraud, parallel imports or money laundering published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Anti-Competition Controversy	Number of controversies linked to anti-competitive behavior (e.g., anti-trust and monopoly), price-fixing or kickbacks published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Indigenous People Controversies (inactive)	Number of controversies linked to disrespecting the rights of indigenous people published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Recent Critical Countries Controversies	Number of controversies linked to activities in critical, undemocratic countries that do not respect fundamental human rights principles published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Intellectual Property Controversies	Number of controversies linked to patents and intellectual property infringements published since the last fiscal year company update.
Social	Corporate Responsibility Awards	Has the company received an award for its social, ethical, community, or environmental activities or performance?
Social	Lobbying Contribution Amount	The total amount of lobbying contributions made by the company or its employees and representatives during the fiscal year.
Social	Human Rights Improvement Tools (inactive)	Does the company have the appropriate communication tools (whistle blower, ombudsman, suggestion box, hotline, newsletter, website, etc.) to ensure the respect of human rights? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Fundamental Human Rights ILO or UN	Does the company claim to comply with the fundamental human rights convention of the ILO or support the UN declaration of human rights?

Social	Voluntary Principles for Security and Human Rights (inactive)	Does the company support the "Voluntary Principles for Security and Human Rights" initiative of the UK and US governments for the energy and mining industry? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Global Sullivan Principles (inactive)	Does the company endorse the Global Sullivan Principles? (inactive as of January 2011)
Social	Human Rights Monitoring (inactive)	Does the company monitor human rights in its or its suppliers' facilities? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Human Rights Suppliers	Does the company report or show to use human rights criteria in the selection or monitoring process of its suppliers or sourcing partners?
Social	Ethical Trading Initiative ETI	Is the company a member of the Ethical Trading Initiative (ETI)?
Social	Human Rights Breaches Suppliers	Does the company report or show to be ready to end a partnership with a sourcing partner if human rights criteria are not met?
Social	Human Rights Controversies	Number of controversies published in the media linked to human rights issues.
Social	Freedom of Association Controversies	Number of controversies published in the media linked to freedom of association issues.
Social	Child Labor Controversies	Number of controversies published in the media linked to use of child labor issues.
Social	Recent Human Rights Controversies	Number of controversies linked to human rights issues published since the last fiscal year company update.
Social	Recent Freedom of Association Controversies (inactive)	Number of controversies linked to freedom of association issues published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Recent Child Labor Controversies	Number of controversies linked to use of child labor issues published since the last fiscal year company update.
Social	Diversity and Opportunity Improvement Tools (inactive)	Does the company have the appropriate communication tools (whistle blower, ombudsman, suggestion box, hotline, newsletter, website, etc.) to improve diversity and opportunity? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Women Employees	Percentage of women employees.
Social	New Women Employees	Percentage of new women employees.
Social	Women Managers	Percentage of women managers.
Social	Positive Discrimination (inactive)	Does the company promote positive discrimination? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Diversity and Opportunity Awards (inactive)	Has the company won any prize or award relating to diversity or opportunity? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Top 50 Companies for Diversity (inactive)	The rank of the company in the DiversityInc's classification of the "Top 50 Companies for Diversity." (inactive as of FY2014 updates)
Social	HRC Corporate Equality Index	The score of the company in the HRC corporate equality index from the Human Rights Campaign Foundation.
Social	Vacations and Sabbaticals (inactive)	Does the company claim to provide generous vacations, career breaks or sabbaticals? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Flexible Working Schemes	Does the company provide flexible working schemes?
Social	Day Care Services	Does the company claim to provide day care services for its employees?
Social	Maternity Leave (inactive)	Does the company claim to provide generous maternity leave benefits? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Family Friendly or Working Mother Award (inactive)	Has the company won a family friendly prize like a "Working Mother Award"? (inactive as of FY2014 updates)

Social	Diversity and Opportunity Controversies	Number of controversies published in the media linked to workforce diversity and opportunity (e.g., wages, promotion, discrimination and harassment).
Social	Diversity and Opportunity Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to workforce diversity and opportunity (e.g., wages, promotion, discrimination and harassment). (inactive as of FY2014 up ...
Social	Disabled Employees	Percentage of employees with a disability (either mental or physical).
Social	Average Age (inactive)	Average age of employees. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Supplier Diversity (inactive)	Does the company describe a supplier diversity program or initiative? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Elderly Employees (inactive)	Percentage of elderly employees as reported by the company. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Recent Diversity and Opportunity Controversies	Number of controversies linked to workforce diversity and opportunity (e.g., wages, promotion, discrimination and harassment) published since the last fiscal year company update.
Social	Empl Relations Improvement Tools (inactive)	Does the company have the appropriate internal communication tools (whistle blower, ombudsman, suggestion box, hotline, newsletter, website, etc.) to improve employee relations? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Employment Quality Monitoring (inactive)	Does the company monitor or measure its performance on employment quality? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Salaries and Wages from CSR reporting	Total value of salaries and wages paid to all employees and officers, including all benefits, as reported by the company in its CSR reporting.
Social	Number of Employees from CSR reporting	Number of employees as reported by the company in its CSR reporting.
Social	No. of Options Awarded (inactive)	Total number of options awarded to all employees. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Fair Value of Options Awarded (inactive)	Fair value of options awarded during the year. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Total Stock Based Compensation	Total value of the stock based compensation of employees during the year as reported by the company.
Social	Generous Fringe Benefits (inactive)	Does the company claim to provide its employees with a pension fund, health care or other fringe benefits? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Employment Awards (inactive)	Number of awards the company has won related to general employment quality. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Fortune Best Company To Work For (inactive)	The rank of the company in Fortune magazine's classification of the "Best Company to Work For?". (inactive as of FY2014 updates)
Social	Computerworld Best Places to Work in IT (inactive)	The rank of the company in Computerworld's classification of the "100 Best Places to Work in IT." (inactive as of FY2014 updates)
Social	Trade Union Representation	Percentage of employees represented by independent trade union organizations or covered by collective bargaining agreements.
Social	New Employees (inactive)	Number of new employees hired during the year. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Employees Leaving (inactive)	Number of employees who left the company during the year. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Turnover of Employees	Percentage of employee turnover.
Social	Announced Layoffs	Total number of announced layoffs by the company.



Social	Management Departures	Has an important executive management team member or a key team member announced a voluntary departure (other than for retirement) or has been ousted?
Social	Strikes	Has there has been a strike or an industrial dispute that led to lost working days?
Social	Wages or Working Condition Controversies Contractor (inactive)	Number of controversies published in the media linked to the company's contractors or suppliers due to wage, layoff disputes or working conditions. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Fixed-term contract Empls (inactive)	Number of employees with a fixed-term contract (interim, interns, season workers etc). (inactive as of FY2014 updates)
Social	Part-time employees	Number of part-time employees.
Social	Wages or Working Condition Controversies (Company)	Number of controversies published in the media linked to the company's relations with employees or relating to wages or wage disputes.
Social	Recent Wages or Working Condition Controversies Contractor (inactive)	Number of controversies linked to the company's contractors or suppliers due to wage, layoff disputes or working conditions published since the last fiscal year company update. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Recent Wages or Working Condition Controversies (Company)	Number of controversies linked to the company's relations with employees or relating to wages or wage disputes published since the last fiscal year company update.
Social	Wages and Working Conditions Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to wages and working conditions. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Employees Health & Safety Team	Does the company have an employee health & safety team?
Social	Employee Health & Safety Training Hours	Total hours of health & safety training
Social	Empl Health & Safety Improvement Tools (inactive)	Does the company have the appropriate internal communication tools (whistle blower, ombudsman, suggestion box, hotline, newsletter, website, etc.) to improve employee health & safety? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Empl Health & Safety ILO Guidelines (inactive)	Does the company comply with the ILO Code of Practice on "Recording and notification of occupational accidents and diseases" or the ILO "Guidelines on occupational safety and health management systems"? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Health & Safety Management Systems	Does the company have health and safety management systems in place like the OHSAS 18001 (Occupational Health & Safety Management System)?
Social	Total Injury Rate	Total number of injuries and fatalities including no-lost-time injuries relative to one million hours worked.
Social	Total Injury Rate Contractors	Number of injuries and fatalities including no-lost-time injuries reported for contractors relative to one million hours worked.
Social	Total Injury Rate Employees	Number of injuries and fatalities including no-lost-time injuries reported for employees relative to one million hours worked.
Social	Accidents Total	Number of injuries and fatalities reported by employees and contractors while working for the company.
Social	Contractor Accidents	Number of injuries and fatalities reported for contractors while working for the company.
Social	Employee Accidents	Number of injuries and fatalities reported for employees while working for the company.
Social	Occupational Diseases Rate	Number of occupational diseases or any disease caused by continued exposure to conditions inherent in a person's occupation reported relative to one million hours worked



Social	Employee Fatalities	Number of employee fatalities resulting from operational accidents.
Social	Contractor Fatalities	Number of contractor fatalities resulting from operational accidents.
Social	Lost Time Injury Rate	Total number of injuries that caused the employees and contractors to lose at least a working day relative to one million hours worked.
Social	Lost Time Injury Rate Contractors	Number of injuries that caused the contractors to lose at least a working day relative to one million hours worked.
Social	Lost Time Injury Rate Employees	Number of injuries that caused the employees to lose at least a working day relative to one million hours worked.
Social	Lost Working Days	Number of lost working days of the employees and contractors.
Social	Employee Lost Working Days	Number of lost working days of the employees only.
Social	Contractor Lost working Days	Number of lost working days of the contractors only.
Social	HIV-AIDS Program	Does the company report on policies or programs on HIV/AIDS for the workplace or beyond?
Social	Pandemics Management (Malaria, Bird Flue, Etc.) (inactive)	Does the company report on policies or programs on specific pandemics (e.g., malaria, bird flu) for the workplace or beyond? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Employee Health & Safety Controversies	Number of controversies published in the media linked to workforce health and safety.
Social	Empl Health & Safety Controversy Costs (inactive)	All real or estimated penalties, fines from lost court cases, settlements or cases not yet settled regarding controversies linked to workforce or contractor health and safety. (inactive as of FY2014 updates)
Social	Recent Employee Health & Safety Controversies	Number of controversies linked to workforce health and safety published since the last fiscal year company update.
Social	Training and Career Development Improvement Tools (inactive)	Does the company have the appropriate communication tools (whistle blower, ombudsman, suggestion box, hotline, newsletter, website, etc.) to improve employee training and career development? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Training and Development Monitoring (inactive)	Does the company monitor its own training and development programs? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Average Training Hours	Average hours of training per year per employee.
Social	Training Hours Total	Total training hours performed by all employees.
Social	Training Costs Total	Total training costs from all the training performed by all employees.
Social	Internal Promotion	Does the company claim to favor promotion from within?
Social	Management Training	Does the company claim to provide regular staff and business management training for its managers?
Social	University Partnerships (inactive)	Does the company claim to cooperate with schools or universities? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Best Places to Launch a Career (inactive)	The rank of the company in Business Week's classification of the "Best Places to Launch a Career." (inactive as of January 2011)
Social	Most Admired Knowledge Enterprise MAKE Winner Award (inactive)	Is the company a winner of a "Most Admired Knowledge Enterprises" (MAKE) award published by Teleos? (inactive as of FY2014 updates)
Social	Training Top 100 Training Magazine. (inactive)	The rank of the company in Training Magazine's classification of the "Training Top 125." (inactive as of FY2014 updates)
Social	Supplier ESG training	Does the company provide training in environmental, social or governance factors for its suppliers?

## Annexe 2 – Description des données ESG nationales de Bloomberg

Pilier	Categorie	Description
Environment	Emissions	Carbon Intensity PerGDP
Environment	Emissions	CO2 From Fossil Fuel Use
Environment	Energy	Energy Intensity
Environment	Energy	Energy Imports(%)
Environment	Energy	Coal Consumption
Environment	Energy	Coal Reserves
Environment	Energy	Natural Gas reserves
Environment	Energy	Crude Oil Reserves
Environment	Electricity	Electricity Consumption
Environment	Electricity	Nuclear Energy Generation
Environment	Electricity	Total Renewable Electricity Net Consumption
Environment	Biodiversity	Forest Area (% of land area)
Environment	Water	Exploitable water resources
Environment	Water	Freshwater Withdrawals
Social	Demographics	% Population over 65
Social	Discrimination	% seats held by women in national parliaments
Social	Employment	Ages 15-24 employment to population
Social	Employment	Unemployment
Social	Employment	Share of women employed (% of nonagr. emp.)
Social	Employment	Vulnerable Employment (% of total emp.)
Social	Health	Life Expectancy at Birth
Social	Health	Infant mortality rate (per 1,000 births)
Social	Health	Prevalence of HIV (% of population ages 15-49)
Social	Health	Prevalence of undernourishment (% of pop.)
Social	Human Rights	Net Migration
Social	Human Welfare	Gross National Income per Capita (US\$)
Social	Human Welfare	GINI Income Inequality
Social	Human Welfare	Poverty ratio (% pop. at national poverty line)
Social	Human Welfare	Net ODA Received (current US\$)
Social	Human Welfare	Access to electricity (% of population)
Social	Human Welfare	Agriculture, value added(% of GDP)
Social	Human Welfare	Public Spending on Education
Social	Human Welfare	Ratio of female to male primary enrollment (%)
Social	Human Welfare	Literacy Rate
Social	Human Welfare	The Human Development Index data
Social	Defense	Military expenditure (% of GDP)
Strategic Governance	Economic Freedom	Business Freedom
Strategic Governance	Economic Freedom	Ease of Doing Business Rank (per persons)
Strategic Governance	Economic Freedom	Investment Freedom
Strategic Governance	Economic Freedom	Labor Freedom

Strategic Governance	Economic Freedom	Property Rights Freedom
Strategic Governance	Economic Freedom	Regulatory Quality
Strategic Governance	Economic Freedom	Starting a Business Rank
Strategic Governance	Government Effectiveness	Government Effectiveness
Strategic Governance	Government Effectiveness	Rule of Law
Strategic Governance	Political Risk	EIU Political Risk
Strategic Governance	Political Risk	Political Stability and Absence of Violence/Terrorism
Strategic Governance	Political Risk	Voice and Accountability
Strategic Governance	Political Risk	Total tax rate (% of commercial profits)
Strategic Governance	Corruption	Control of Corruption
Strategic Governance	Infrastructure	Value lost due to electrical outages (% of sales)
Strategic Governance	Innovation	Internet Users (per 100 people)
Strategic Governance	Innovation	Patent Applications
Strategic Governance	Innovation	R&D expenditure (% of GDP)
Economics	Economic Activity	GDP Per Capita
Economics	Economic Activity	GDP YOY%
Economics	Economic Activity	Next Period GDP Forecast (%Chg)
Economics	Economic Activity	CPI Actual
Economics	Economic Activity	IMF Purchasing Power Parity Rate
Economics	Economic Activity	Market Capitalization
Economics	Financial Risk	Banking Sector Asset Quality
Economics	Financial Risk	EIU Banking Risk
Economics	Financial Risk	Real Effective Exchange Rate
Economics	Foreign Exposure	Current Account(% of GDP)
Economics	Foreign Exposure	Exports
Economics	Foreign Exposure	Imports
Economics	Foreign Exposure	World Fuel Exports From Country
Economics	Foreign Exposure	World Fuel Imports To Country
Economics	Foreign Exposure	Currency Reserves (% of GDP)
Economics	Foreign Exposure	Currency Reserves Change (% of GDP)
Economics	Foreign Exposure	Currency Reserves (% of GDP) to Imports
Economics	Foreign Exposure	Foreign Direct Investments
Economics	Foreign Exposure	Total Foreign Claims on Country
Economics	Sovereign Risk	Budget Surplus/Deficit (% of GDP)
Economics	Sovereign Risk	Total External Debt(% of GDP)
Economics	Economic Risk	Short-term External Debt

## BIBLIOGRAPHIE

1. Aktas, Nihat, Eric De Bodt, & Jean-Gabriel Cousin (2011). Do financial markets care about SRI? Evidence from mergers & acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1753-1761.
2. Alchian, Armen A., & Harold Demsetz (1972). Production, information costs, & economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.
3. Amihud, Yakov, & Baruch Lev (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The bell journal of economics*, 605-617.
4. Anginer, Deniz, & Meir Statman (2010). Stocks of admired and spurned companies. *The Journal of Portfolio Management*, 36(3), 71-77.
5. Armitage, Seth, & Claire Marston (2008). Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors. *The British Accounting Review*, 40(4), 314-336.
6. Barnett, Michael L., & Robert M. Salomon (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.
7. Berkovitch, Elazar, & M. P. Narayanan (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative analysis* 28(03), 347-362.
8. Bertrand, Marianne, & Sendhil Mullainathan (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of political Economy*, 111(5), 1043-1075.
9. Black, B. S. (2000). Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *UCLA Law Review*, 48, 781.
10. Bradley, Michael, Anand Desai, & E. Han Kim (1982). Specialized resources and competition in the market for corporate control. *Ann Arbor MI, University of Michigan Working Paper*.
11. Bradley, Michael, Anand Desai, & E. Han Kim (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of financial Economics* 21(1), 3-40.
12. Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim (1983). The rationale behind interfirm tender offers: Information or synergy?. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 183-206.
13. Bradley, Michael (1980). Interfirm tender offers and the market for corporate control. *Journal of business*, 345-376.
14. Bris, A., & Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *Review of Financial Studies*, 21(2), 605-648.
15. Bris, A., Brisley, N., & Cabolis, C. (2008). Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 224-240.
16. Bruno, V., & Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing?. *Journal of Financial Intermediation*, 19(4), 461-482.
17. Bulow, Jeremy I., & Kenneth S. Rogoff (1986). A constant recontracting model of sovereign debt.
18. Burkart, M., Gromb, D., & Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The quarterly journal of economics*, 693-728.

19. Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1-S5.
20. Cartwright, Susan, & Richard Schoenberg (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management* 17(S1), S1-S5.
21. Clarkson, Max E (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20(1), 92-117.
22. DeAngelo, Harry, & Edward M. Rice (1983). Antitakeover charter amendments and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 329-359.
23. Deng, Xin, Jun-koo Kang, & Buen Sin Low (2013). Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109.
24. Dodd, Peter, & Richard Ruback (1977). Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 5(3), 351-373.
25. Dodd, Peter (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), 105-137.
26. Doidge, C., Karolyi, G. A., & Stulz, R. M. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance?. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 1-39.
27. Donaldson, Thomas, & Lee E. Preston (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.
28. Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2007). The Sarbanes–Oxley Act and firms' going-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1), 116-145.
29. Fama, Eugene F., & Michael C. Jensen (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
30. Fang, Lily, & Joel Peress (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 64(5), 2023-2052.
31. Filbeck, Greg, Raymond Gorman, & Xin Zhao (2013). Are the best of the best better than the rest? The effect of multiple rankings on company value. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41(4), 695-722.
32. Firth, Michael (1980). Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 235-260.
33. Firth, Michael (1979). The profitability of takeovers and mergers. *The Economic Journal*, 89(354), 316-328.
34. Freeman, R. Edward, & John McVea (2001). A stakeholder approach to strategic management.
35. Freeman, R. Edward, et al (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *Cambridge University Press*.
36. Friedman, Milton (2007). The social responsibility of business is to increase its profits. *Corporate ethics and corporate governance*. springer berlin heidelberg, 173-178.
37. Gilson, Ronald J., & Jeffrey N. Gordon (2013). The agency costs of agency capitalism: Activist investors and the revaluation of governance rights. *Columbia Law Review*, 863-927.

38. Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2001). Corporate governance and equity prices. *National bureau of economic research*, (No. w8449).
39. Hartzell, Jay C., Eli Ofek, & David Yermack (2004). What's in it for me? CEOs whose firms are acquired. *Review of Financial Studies*, 17(1), 37-61.
40. Heal, Geoffrey (2005). Corporate social responsibility: An economic and financial framework. *The Geneva papers on risk and insurance Issues and practice*, 30(3), 387-409.
41. Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik, & Jose A. Scheinkman (2012). Financial constraints on corporate goodness. *National Bureau of Economic Research*, (No. w18476).
42. Jensen, M. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them.
43. Jensen, Michael C (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 21-48.
44. Jensen, Michael C (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 31-880.
45. Jensen, Michael C (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8-21.
46. Jensen, Michael C., & Richard S. Ruback (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial economics*, 11(1), 5-50.
47. Jensen, Michael C., & William H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
48. Jia, Ming, et al. (2016). Word power: The impact of negative media coverage on disciplining corporate pollution." *Journal of Business Ethics*, 138(3), 437-458.
49. Jo, Hoje, & Haejung Na (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 110(4), 441-456.
50. John, Kose, & Lemma W. Senbet. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403.
51. King, Brayden G., & Sarah A. Soule (2007). Social movements as extra-institutional entrepreneurs: The effect of protests on stock price returns. *Administrative Science Quarterly*, 52(3), 413-442.
52. Kreps, David M (1996). Corporate culture and economic theory. *Firms, Organizations and Contracts*, Oxford University Press, Oxford, 221-275.
53. Kuipers, D. R., Miller, D. P., & Patel, A. (2009). The legal environment and corporate valuation: Evidence from cross-border takeovers. *International Review of Economics & Finance*, 18(4), 552-567.
54. La Porta, R. L., Lopez-de-Silane, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). *Law and finance* (No. w5661). National Bureau of Economic Research.
55. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of finance*, 1147-1170.
56. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.
57. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of finance*, 1131-1150.

58. Levy, Haim, & Marshall Sarnat (1970). Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers. *The journal of finance* 25(4), 795-802.
59. Malatesta, Paul H (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of financial economics*, 11(1), 155-181.
60. Mandelker, Gershon (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial Economics* 1(4), 303-335.
61. Martin, Kenneth J., & John J. McConnell (1991). Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover. *The Journal of Finance*, 46(2), 671-687.
62. Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 200-223.
63. Miles, Samantha (2012). Stakeholder: Essentially contested or just confused?. *Journal of Business Ethics*, 108(3), 285-298.
64. Mitchell, Ronald K., Bradley R. Agle, & Donna J. Wood (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of management review*, 22(4), 853-886.
65. Mueller, Dennis C (1969). A theory of conglomerate mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 643-659.
66. Nenova, Tatiana (2003). The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325-351.
67. Offenberg, David, & Christo Pirinsky (2015). How do acquirers choose between mergers and tender offers?. *Journal of Financial Economics*, 116(2), 331-348.
68. Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2006). What works in securities laws?. *The Journal of Finance*, 61(1), 1-32.
69. Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, & Andrei Shleifer (2006). What works in securities laws?. *The Journal of Finance*, 61(1), 1-32.
70. Post, James E., Lee E. Preston, & Sybille Sachs (2002). Managing the extended enterprise: The new stakeholder view. *California management review*, 45(1), 6-28.
71. Preston, Lee E., & Harry J. Sapienza (1991). Stakeholder management and corporate performance. *Journal of Behavioral Economics*, 19(4), 361-375.
72. Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, & Chendi Zhang (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742.
73. Roll, Richard (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
74. Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of financial economics*, 26(2), 175-191.
75. Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1997). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of financial Economics*, 44(2), 229-250.
76. Ross, Stephen A (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.
77. Sanders, W. G., & Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50(5), 1055-1078.

78. Seth, Anju, Kean P. Song, & R. Richardson Pettit (2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of US firms. *Strategic management journal*, 23(10), 921-940.
79. Seth, Anju, Kean P. Song, & Richardson Pettit (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of international business studies*, 31(3), 387-405.
80. Shleifer, Andrei, & Robert W. Vishny (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
81. Shleifer, Andrei, & Robert W. Vishny (1988). Value maximization and the acquisition process. *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), 7-20.
82. Sundaramurthy, Chamu (2000). Antitakeover provisions and shareholder value implications: A review and a contingency framework. *Journal of Management*, 26(5), 1005-1030.
83. Surroca, Jordi, & Josep A. Tribó (2008). Managerial entrenchment and corporate social performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6), 748-789.
84. Van Beurden, Pieter, & Tobias Gössling (2008). The worth of values—a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of business ethics*, 82(2), 407-424.
85. Von Wallis, Miriam, & Christian Klein (2015). Ethical requirement and financial interest: a literature review on socially responsible investing. *Business Research*, 8(1), 61-98.
86. Weitzel, U., & Berns, S. (2006). Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance. *Journal of International Business Studies*, 786-806.
87. Wier, Peggy (1983). The costs of antimerger lawsuits: Evidence from the stock market. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 207-224.
88. Williamson, Oliver E (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American journal of sociology*, 87(3), 548-577.
89. Jaffe, Adam B., et al (1995). Environmental regulation and the competitiveness of US manufacturing: what does the evidence tell us?. *Journal of Economic literature*, 33(1), 132-163.
90. Amemiya, Takeshi (1981). Qualitative response models: A survey. *Journal of economic literature*, 19(4), 1483-1536.
91. Maddala, Gangadharrao Soundaryarao, & Kajal Lahiri (1992). Introduction to econometrics. Vol. 2. New York: Macmillan.
92. Fama, Eugene F., et al (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International economic review*, 10(1), 1-21.
93. Luo, Xueming, & Chitra Bhanu Bhattacharya (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198-213.
94. Cox, Paul, Stephen Brammer, & Andrew Millington. An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 27-43.
95. Merton, Robert C (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The journal of finance*, 42(3), 483-510.



96. Bertrand, Philippe, Alexis Guyot, & Vincent Lapointe (2013). Raising Companies' Profile with Corporate Social Performance: Variations in Investor Recognition and Liquidity Linked to VIGEO CSP Rating Disclosures.
97. J.P. Morgan Bank (2019). 2019 Global M&A Outlook : Unlocking Value in a Dynamic Market. Market research paper.